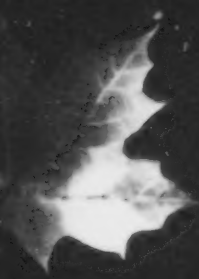


C'est le temps d'agir

CPA Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada

C'est le temps
d'agir

Pour obtenir des exemplaires supplémentaires,
s'adresser au :

Centre de distribution
Ministère des Finances Canada
Pièce P-135, tour Ouest
300, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G5

Téléphone : (613) 995-2855
Télécopieur : (613) 996-0518

Également diffusé sur Internet à l'adresse suivante :
www.wise-averties.ca

This publication is also available in English.

N° de cat. : F2-172/1-2003F
ISBN 0-662-75422-0

CPA Comité pour examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada

WPC Committee to review the structure of securities regulation in Canada

Le 17 décembre 2003

Ministre des Finances
Gouvernement du Canada
Ottawa (Ontario) K1A 0G5

Madame ou Monsieur le Ministre,

Au nom du Comité de personnes averties (CPA ou le Comité), le comité chargé d'examiner la structure de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, j'ai le plaisir de vous présenter notre recommandation concernant la meilleure structure de réglementation des valeurs mobilières pour les marchés financiers du Canada.

Le présent rapport reflète notre point de vue unanime selon lequel le Canada se doit d'adopter une structure fondamentalement nouvelle, soit celle d'un organisme de réglementation unique qui appliquerait un code unique. Une telle structure serait élaborée et surveillée conjointement par les gouvernements fédéral et provinciaux.

Notre recommandation s'appuie sur la contribution exhaustive des participants aux marchés financiers, sur des monographies indépendantes, ainsi que sur l'expérience et le jugement collectifs du Comité.

Il s'est dégagé un consensus nouveau et sans précédent en faveur du changement, ce qui nous est apparu très clairement dans les 92 mémoires et au cours des neuf jours de consultations publiques tenues dans tout le Canada. Pendant ces consultations, nous avons pris connaissance des propos des investisseurs, des émetteurs, des intermédiaires financiers, des associations industrielles, des organismes de réglementation et des autres intervenants intéressés à améliorer l'efficience et l'efficacité du régime canadien de réglementation des valeurs mobilières.

Le Canada fait face à une nécessité de changement sans précédent. Sa structure de réglementation ne répond pas aux besoins des participants aux marchés financiers canadiens et est déphasée par rapport au reste du monde.

La réforme de la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada et l'élaboration d'une stratégie relative aux marchés financiers sont des questions qui revêtent une importance fondamentale pour l'ensemble des Canadiennes et des Canadiens.

Veuillez agréer, Madame ou Monsieur le Ministre, l'assurance de ma très haute considération.

Michael E. J. Phelps
président

Harold H. MacKay
vice-président

Thomas I. A. Allen

Pierre Brunet

Wendy K. Dobson

Edwin C. Harris

Michael J. Tims

104-02084/

Table des matières

Sommaire vii

Chapitre un – Pourquoi changer? Pourquoi maintenant? 1

Le monde a changé 2

Les exigences envers les organismes de réglementation ont évolué 3

Les marchés financiers ont une importance accrue 5

Les marchés financiers du Canada ont changé 5

Les investisseurs canadiens ont évolué 7

Les structures de réglementation du monde entier évoluent 9

Le Canada a besoin de changement 11

Le Comité convient qu'un changement s'impose 13

À qui incombe la responsabilité du changement?
Corriger une idée fausse 14

Une occasion de changement sans précédent 15

Chapitre deux – La structure de réglementation actuelle du Canada et ses points forts 17

La structure actuelle 17

Points forts de la structure actuelle 21

Sommaire des points forts 28

Chapitre trois – Points faibles de la structure actuelle 29

Application des lois 29

Élaborations des politiques 35

Les coûts 38

Perspectives internationales 45

Notre évaluation 46

Chapitre quatre – Les exigences d'une structure de réglementation efficace 49
Les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières 49
Critères d'évaluation 52
Les modèles de réforme 53
Chapitre cinq – Le régime de passeport 55
Aperçu 55
Éléments d'un régime de passeport 57
Régimes de passeport existants 62
Points forts du régime de passeport 65
Point faibles du régime de passeport 66
Conclusion 68
Chapitre six – Une commission des valeurs mobilières pour le Canada 69
Une architecture de collaboration 69
La structure que nous recommandons 69
Motifs qui sous-tendent notre recommandation 80
Questions de transition 82
Chapitre sept – C'est le temps d'agir! 85
Annexe A – Historique, mandat et composition du CPA 87
Annexe B – Processus du CPA 93
Annexe C – Liste des auteurs de mémoires et des participants aux consultations 97

Sommaire

Il est maintenant temps que le Canada se dote d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique.

À une certaine époque, les entreprises canadiennes cherchant à mobiliser des capitaux se trouvaient essentiellement dans la même région que les investisseurs qui achetaient leurs valeurs mobilières. Le Canada était alors bien servi par une structure de réglementation provinciale.

Cette époque est désormais révolue.

Autrefois locaux, les marchés financiers sont maintenant nationaux et internationaux. Cette évolution s'appuie sur plusieurs facteurs : l'apparition des nouvelles technologies; la déréglementation; la chute des obstacles au commerce; l'émergence de nouveaux concurrents et de nouveaux produits financiers.

D'autres pays ont réagi à ces changements fondamentaux en réformant leur structure de réglementation pour améliorer leur compétitivité internationale. Le Canada doit suivre le rythme de ces changements.

À ce jour, le Canada est le seul grand pays industrialisé à ne pas posséder d'organisme national de réglementation des valeurs mobilières.

La réforme de la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada et l'élaboration d'une stratégie nationale relative aux marchés financiers revêtent une importance fondamentale pour l'ensemble des Canadiens. De nos jours, presque tous les Canadiens investissent dans le marché des actions, soit directement, soit par le truchement de fonds communs de placement et de fonds de retraite. Les marchés financiers soutiennent l'investissement, appuient la création d'emplois et permettent de rehausser le niveau de vie. Le Canada doit compter sur des marchés financiers équitables et dynamiques pour réaliser son plein potentiel économique.

L'attrait des marchés financiers du Canada, tant au pays qu'à l'étranger, est largement fonction de la qualité de la réglementation de ses valeurs mobilières. L'architecture de réglementation des valeurs mobilières du Canada doit être modifiée pour que ses marchés financiers deviennent une source d'avantage comparatif.

Le régime actuel doit changer

Le régime actuel du Canada, qui comprend 13 organismes de réglementation provinciaux ou territoriaux, présente des caractéristiques positives. Ses principaux points forts sont la proximité des organismes de réglementation avec les participants aux marchés financiers dans chaque administration et l'acquisition de compétences dans certains secteurs industriels. Parmi ses autres points forts, mentionnons sa sensibilité à ce que l'on considère souvent comme des problèmes locaux ou régionaux.

Cependant, aucun de ces points forts n'est exclusif au régime actuel. Il est possible de les conserver dans d'autres structures de réglementation. Fait plus important encore, de graves lacunes auxquelles il faut remédier rapidement excèdent considérablement ces points forts.

L'application des lois au Canada est incohérente et la protection des investisseurs, insuffisante. L'élaboration des politiques se caractérise par des compromis et des retards. Le Canada ne peut pas réagir aussi efficacement ou innover aussi rapidement qu'il le devrait dans un marché mondial en pleine évolution. Le régime est trop coûteux et inefficace, et fait double emploi. Le fardeau de la réglementation nuit à la formation de capitaux. La complexité de la réglementation mine la compétitivité internationale du Canada.

La nécessité d'un changement au Canada

Les participants aux marchés financiers, les organismes de réglementation et les gouvernements conviennent que la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada est désuète et doit être modifiée. Il reste seulement à déterminer la nature et l'ampleur du changement en question.

Certains gouvernements provinciaux et organismes de réglementation des valeurs mobilières ont proposé un changement progressif, soit un régime de passeport qui conserverait telle quelle l'infrastructure actuelle de 13 organismes de réglementation, mais dans le cadre duquel les participants aux marchés financiers seraient généralement assujettis aux règles et décisions d'une seule administration, qu'ils devraient observer, peu importe l'endroit où ils exercent leurs activités liées aux marchés financiers au Canada.

Toutefois, une majorité importante des participants aux marchés financiers ont un point de vue tout à fait différent. Ils exigent un changement fondamental, soit la constitution d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique. Le Comité souscrit à cette position.

Une commission des valeurs mobilières pour le Canada

Nous croyons que le choix s'impose de lui-même. Le régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada doit faire l'objet d'une réforme fondamentale. Le Canada a besoin d'un organisme de réglementation unique dans lequel tant le gouvernement fédéral que les gouvernements provinciaux assument un rôle important.

Nous recommandons une structure dans laquelle :

- Le gouvernement fédéral promulgue une nouvelle loi intitulée Loi canadienne sur les valeurs mobilières, qui prévoit un mécanisme exhaustif de réglementation des marchés financiers pour le Canada.
- La législation tient compte du projet concernant la législation uniforme en valeurs mobilières lancé par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et d'autres propositions de réforme législative formulées par les provinces.
- Les modifications à la législation ne seraient pas mises en œuvre si une majorité de provinces représentant la majorité de la population du Canada s'y opposait.
- La Loi canadienne sur les valeurs mobilières est appliquée par la Commission canadienne des valeurs mobilières, une commission unique constituée de neuf commissaires à temps plein représentatifs des régions.
- La Commission comprend deux commissaires provenant de l'Ontario et deux provenant du Québec, un commissaire de la Colombie-Britannique et un de l'Alberta, ainsi que deux commissaires au total provenant des autres provinces et territoires. La nomination du neuvième commissaire ne serait assujettie à aucune restriction régionale.
- Les commissaires sont nommés par le ministre des Finances du Canada parmi des candidats proposés par un comité de mise en candidature. Le comité de mise en candidature est formé de 10 membres désignés par les provinces (un de chaque province) et de trois membres (représentant respectivement les investisseurs, les personnes inscrites et les émetteurs) désignés par le ministre des Finances.
- Le mandat de la Commission reflète la nécessité de favoriser des marchés financiers équitables et efficaces, l'importance de l'innovation réglementaire et les caractéristiques uniques des marchés financiers canadiens.
- Un comité ministériel des politiques en matière de valeurs mobilières, constitué des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières de chaque province et du ministre des Finances du Canada, est mis sur pied pour discuter des questions de politique et des questions administratives.
- La Commission répond aux besoins des participants aux marchés financiers, utilise les compétences existantes de la meilleure façon et offre un excellent service local :
  - Le siège de la Commission, qui se trouve dans la région de la capitale nationale, est responsable de l'élaboration des politiques, de la coordination des activités par les bureaux régionaux et de district, des rapports avec d'autres organismes de réglementation du secteur financier canadien et des questions internationales.
  - Des bureaux régionaux solidement établis, à habilitation fonctionnelle, sont mis sur pied à Vancouver, Calgary, Winnipeg, Toronto, Montréal et Halifax. Les bureaux régionaux examinent les prospectus et les demandes d'inscription, accordent les dispenses, procèdent aux examens de la conformité ainsi qu'aux enquêtes et lancent les procédures d'application des lois, tout en contribuant à l'élaboration des politiques. Au besoin, il y aura des bureaux de district supplémentaires pour garantir aux émetteurs et aux investisseurs un traitement efficace et uniforme dans tout le Canada.
  - Des comités consultatifs sur les marchés financiers qui sont représentatifs des émetteurs et des investisseurs, grands et petits, ainsi que des régions, sont formés pour fournir une contribution éclairée à la Commission.
- Des mécanismes, y compris des niveaux de service garantis, tant à l'échelle nationale qu'à l'échelle régionale, sont mis en place pour assurer une reddition de comptes à la population canadienne et aux participants aux marchés financiers.
- Le règlement des différends incombe à un organisme distinct, indépendant de la Commission.

Nous formulons cette recommandation après avoir étudié avec soin le régime de passeport. Bien qu'il représente une amélioration marginale significative par rapport au régime actuel, le régime de passeport n'est pas la meilleure structure de réglementation des valeurs mobilières pour le Canada.

Le point de contact unique en matière de réglementation, la présence locale et la mise en œuvre relativement facile constituent les points forts du régime de passeport. Malgré ces points forts, qui sont tous inclus dans le modèle recommandé, le régime de passeport comporte des lacunes importantes. Il ne représente pas une amélioration suffisante au chapitre de l'application des lois. L'élaboration des politiques continuerait à subir les contrecoups de la nécessité de dégager un consensus au sein des multiples organismes de réglementation, qui ont des priorités et des approches divergentes. Il ne contribuerait que légèrement à rehausser la crédibilité du Canada sur les marchés financiers internationaux. Les chevauchements inutiles persisteraient, car le régime de passeport maintiendrait la multiplicité actuelle des organismes de réglementation. Les émetteurs continueraient à verser des frais dans toutes les administrations même si une seule tiendrait lieu d'organisme de réglementation principal. Enfin, le régime de passeport n'améliore pas à lui seul la reddition de comptes ou la gouvernance.

Pourquoi le Canada a besoin d'un organisme de réglementation unique

Le modèle de la Commission canadienne des valeurs mobilières est celui qui réalise le mieux les objectifs d'une structure idéale de réglementation des valeurs mobilières. Il conserve les points forts de l'ancienne structure et en rectifie les faiblesses d'une façon qui est supérieure au régime de passeport.

Le modèle recommandé :

- renforce considérablement l'application par une affectation plus efficace des ressources, une meilleure coordination, la capacité d'établir des normes et des priorités cohérentes en matière d'application et une protection uniforme des investisseurs dans tout le Canada;
- facilite une innovation et une formulation améliorée et, au besoin, plus opportune sur le plan des politiques;
- s'attaque au fardeau réglementaire disproportionné qu'impose le régime actuel aux petites entreprises et aux nouvelles sociétés;
- rehausse l'image de la réglementation des valeurs mobilières au Canada sur la scène internationale;
- élimine les coûts de conformité et de renonciation additionnels qui découlent de l'existence d'organismes de réglementation multiples;
- répond aux besoins locaux et régionaux grâce à la participation des provinces et des participants aux marchés financiers à sa structure de gouvernance et grâce à son modèle fondé sur les bureaux régionaux;
- assure de la stabilité, car aucune administration ne pourrait se retirer du régime;

- donne un accès égal aux possibilités d'investissement à tous les Canadiens, peu importe leur province ou territoire de résidence;
- institue des mécanismes clairs de responsabilité et de gouvernance;
- simplifie le régime actuel en ramenant de 13 à 1 le nombre d'organismes de réglementation.

C'est le temps d'agir

Le monde a évolué. Les marchés financiers ont changé. Le Canada doit apporter des changements.

La meilleure structure de réglementation pour le Canada et ses marchés financiers est le modèle comportant un organisme de réglementation unique que nous avons recommandé; ce modèle serait assorti d'une architecture de collaboration fédérale-provinciale.

Sur ce point, nous notons que l'historique de la réglementation provinciale a amené à croire, à tort, que le gouvernement fédéral n'a pas compétence sur les marchés financiers. Tel n'est pas le cas. Les avis constitutionnels donnés au Comité ont confirmé que le gouvernement fédéral a le pouvoir constitutionnel d'adopter des lois exhaustives régissant toute l'activité des marchés financiers au Canada.

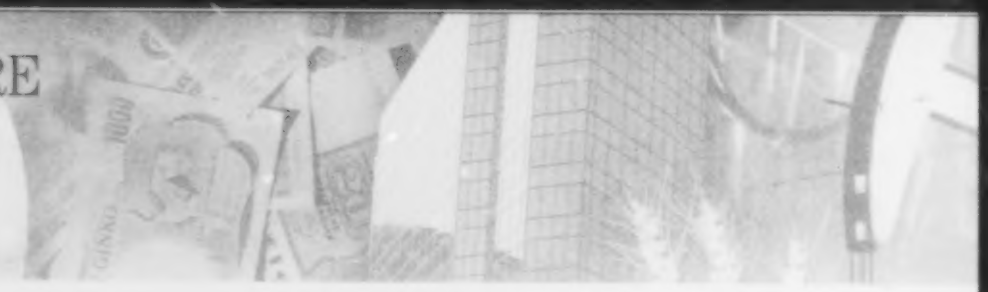
Nous recommandons que les gouvernements fédéral et provinciaux mettent notre recommandation en œuvre sans tarder. Les Canadiens sont en quête d'une coopération fédérale-provinciale accrue en matière de priorités de politique gouvernementale importantes. Il s'agit pour le Canada d'une question cruciale, qui donne aux deux ordres de gouvernement l'occasion de se rassembler et d'agir dans l'intérêt national.

Si, toutefois, ce ne sont pas toutes les provinces et tous les territoires qui décident de participer à la constitution de la Commission canadienne des valeurs mobilières, nous recommandons que le gouvernement fédéral procède quand même à la mise en œuvre de notre recommandation, afin que le Canada n'ait qu'un seul organisme de réglementation. Bien que la collaboration des provinces soit certes préférable, elle n'est pas nécessaire. Les avis constitutionnels présentés au Comité confirment cette conclusion.

Plus que jamais, l'idée du changement fait son chemin, sous l'impulsion du solide consensus dégagé parmi les participants aux marchés financiers. Il s'agit en outre d'une occasion sans précédent d'améliorer la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada et de rehausser la compétitivité du pays sur la scène internationale. Il ne faut pas laisser passer cette occasion.

Le temps est venu de passer à l'action.

CHAPITRE un



Pourquoi changer? Pourquoi maintenant?

Notre structure actuelle de réglementation des valeurs mobilières répondait adéquatement aux besoins du Canada par le passé. Cependant, le pays doit disposer de la meilleure structure possible pour l'avenir.

À une certaine époque, les entreprises canadiennes cherchant à mobiliser des capitaux se trouvaient essentiellement dans la même région que les investisseurs qui achetaient leurs valeurs mobilières. À cette époque, le Canada était bien servi par une structure de réglementation provinciale.

Cette époque est révolue.

Autrefois locaux, les marchés financiers sont désormais nationaux et internationaux. Cette évolution s'appuie sur plusieurs facteurs : l'apparition de nouvelles technologies; la déréglementation; la chute des obstacles au commerce; l'émergence de nouveaux concurrents et de nouveaux produits financiers. De nos jours, les entreprises mobilisent des capitaux là où ils sont le plus facilement accessibles et coûtent le moins cher. Les investisseurs sont en quête de marchés mondiaux pour bénéficier des meilleurs rendements rajustés en fonction du risque. Les intermédiaires financiers servent leurs clients dans l'ensemble des régions et au-delà des frontières et des continents. La concurrence en vue de mobiliser des capitaux ne pourra qu'augmenter au fur et à mesure que ces tendances prendront de l'ampleur, en particulier lorsque la Chine et l'Inde seront parfaitement intégrées à l'économie mondiale. L'attrait des marchés financiers canadiens, tant au pays qu'à l'étranger, est largement fonction de la qualité de la réglementation des valeurs mobilières au pays.

La réforme de la structure de réglementation des valeurs mobilières au Canada et l'élaboration d'une stratégie nationale relative aux marchés financiers revêtent une importance fondamentale pour l'ensemble des Canadiens. De nos jours, presque tous les Canadiens investissent dans le marché des actions, soit directement, soit par l'entremise de fonds communs de placement et de fonds de retraite. Les marchés des titres d'emprunt sont essentiels au financement des

> La réglementation saine et efficace et la confiance qu'elle suscite chez les investisseurs sont importantes pour l'intégrité, la croissance et l'évolution des marchés des valeurs mobilières. Parallèlement, un marché des valeurs mobilières vigoureux et concurrentiel est primordial pour la santé et la vitalité de l'économie canadienne.
>
> *Chambre de Commerce du Canada*

CHAPITRE un

infrastructures et des institutions publiques. Les marchés financiers soutiennent l'investissement, appuient la création d'emplois et accroissent le niveau de vie. Des marchés financiers équitables et dynamiques sont essentiels pour que le Canada puisse réaliser son plein potentiel économique.

Compte tenu de ces réalités, d'autres pays ont activement pris des mesures pour améliorer leur compétitivité globale en procédant à une réforme de leur structure de réglementation. Le Canada doit suivre le rythme de ces changements.

L'architecture de réglementation des valeurs mobilières au Canada doit évoluer de manière à ce que les marchés financiers du pays deviennent une source d'avantage concurrentiel. Les Canadiens ont besoin d'une structure de réglementation de classe mondiale axée sur les caractéristiques et occasions uniques de l'économie du pays.

C'est le temps d'agir!

Le monde a changé

L'économie mondiale a évolué au cours des deux dernières décennies. Les changements technologiques ont accru de façon radicale la mobilité des capitaux. Les obstacles au commerce sont tombés. L'Union européenne s'est fort élargie. La Chine, la Russie et l'Inde s'intègrent aux marchés financiers mondiaux.

Ces changements profonds ont entraîné une concurrence mondiale vigoureuse en vue de mobiliser des capitaux. Les règles d'engagement sont simples. Les capitaux sont acheminés vers des destinations qui inspirent confiance aux investisseurs et offrent les meilleurs rendements rajustés en fonction du risque.

Entre 1980 et 2000, les mouvements de capitaux privés (y compris les mouvements bancaires bruts, les mouvements de portefeuille et l'investissement étranger direct) ont plus que sextuplé, passant à près de 4 billions de dollars américains par an pour le monde entier[1]. En 2003, les titres de créance internationaux en circulation totalisaient, dans le monde entier, 10,3 billions de dollars américains, soit dix fois plus que le niveau enregistré en 1987[2].

...la mondialisation récente des marchés financiers a mis en lumière l'inefficacité du régime canadien actuel.

Desjardins Ducharme Stein Monast
Montréal (Québec)

Les sociétés multinationales de valeurs mobilières exercent maintenant leurs activités à l'échelle mondiale, et ce, sans interruption. Les régimes de taux de change et les systèmes commerciaux fonctionnent au-delà des frontières. Globex Alliance est une alliance commerciale mondiale de six bourses d'instruments dérivés situées aux quatre coins du monde, y compris la Bourse de Montréal[3]. Euronext est une bourse multinationale de titres européens exerçant ses activités en Belgique, en France, aux Pays-Bas, au Portugal et au Royaume-Uni. Le Groupe TSX Inc. (Groupe TSX), dont le siège se trouve à Toronto, supervise un effort ambitieux déployé en vue de conclure des ententes de reconnaissance mutuelle entre les bourses du monde entier.

Les exigences envers les organismes de réglementation ont évolué

Plus les marchés financiers se sont intégrés, plus le besoin d'harmonisation du contenu et des normes de réglementation s'est intensifié. Les marchés financiers et les instruments financiers sont devenus de plus en plus complexes, et les exigences envers les organismes de réglementation ont suivi la même tendance.

Les organismes de réglementation doivent maintenant traiter avec des conglomérats en exploitation au-delà des frontières nationales, qui effectuent des opérations auxquelles prennent part des parties provenant d'administrations multiples et qui mettent en cause de nouveaux produits complexes. Compte tenu de

1 Gordon Boissonneault, *La relation entre les marchés des capitaux et la croissance économique : conséquences pour le Canada* (Monographie à l'intention du CPA, parue en 2003) (Monographie sur les marchés des capitaux et la croissance économique), p. 56.

2 *Ibid.*, p. 53.

3 La Globex Alliance est formée de six bourses : la Bourse de Montréal, la Chicago Mercantile Exchange, la Bourse de Paris, la Singapore Exchange Derivatives Trading Ltd., la Bolsa de Mercadorias & Futuros et la Spanish Futures and Options Exchange.

la concurrence féroce en matière de capitaux et des grandes préoccupations relativement à l'intégrité du marché, les organismes de réglementation doivent établir un équilibre délicat entre la garantie de marchés financiers efficaces pour les émetteurs et le maintien d'une protection adéquate pour les investisseurs.

L'avenir du secteur des valeurs mobilières au Canada est façonné par des facteurs transfrontaliers et par des facteurs liés à la convergence des produits.

Raymond James Limited
Vancouver (Colombie-Britannique)

Pour relever ces défis, les organismes de réglementation ont besoin de compétences spécialisées, d'une perspective internationale étendue, de plateformes technologiques de pointe et de ressources suffisantes pour connaître du succès. Ils doivent répondre aux exigences croissantes de collaboration plus étroite dans leurs rôles de supervision et d'harmonisation des normes internationales. Par exemple, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) fait la promotion de l'harmonisation mondiale des systèmes de règlement des valeurs, de normes de divulgation des offres et inscriptions à la cote transfrontalières, ainsi que d'une coopération internationale accrue en matière d'application.

Dans ce climat, l'efficacité de la réglementation des valeurs mobilières fait l'objet d'une grande attention. Si les investisseurs étrangers manquent de confiance à l'égard du régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada, ils auront moins tendance à investir dans des sociétés canadiennes, ce qui privera les émetteurs canadiens d'une importante source de capitaux. Si les émetteurs étrangers refusent de prendre part aux marchés canadiens en raison de la complexité de la réglementation, les investisseurs canadiens seront privés de possibilités d'investissement. En outre, si les marchés financiers du Canada ne donnent pas un accès facile aux capitaux selon des modalités concurrentielles à l'échelle internationale, les émetteurs canadiens seront tenus de s'adresser à l'extérieur du Canada pour répondre à leurs besoins en capitaux.

Autre conséquence que doivent subir les organismes de réglementation : dans le cadre de marchés financiers intégrés, les événements qui surviennent dans une administration ont des répercussions sur les autres. La perte de la confiance des investisseurs découlant des scandales Enron et WorldCom en constitue un exemple. Bien que ces événements se soient produits aux États-Unis, leurs effets ont été ressentis aux quatre coins du monde. Dans le mémoire que l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada nous a présenté, l'Office fait observer que :

> [Traduction] ...les deux tiers des Canadiens se rappellent très bien des scandales financiers survenus ces dernières années, près du tiers estiment qu'au moins la moitié des sociétés dont les actions sont cotées en bourse gonflent leurs bénéfices déclarés et les trois quarts affirment qu'ils ont moins confiance dans les marchés boursiers en raison des scandales financiers.

Dans ce contexte, la faculté d'adaptation et la pertinence des organismes de réglementation des valeurs mobilières sont mises à l'épreuve comme jamais auparavant, dans un monde qui est moins intégré.

Les marchés financiers ont une importance accrue

Un système financier sain et progressif, dont les marchés financiers constituent un élément essentiel, constitue un facteur clé de la croissance économique à long terme. Une monographie publiée avec le présent rapport montre le lien de causalité entre les systèmes financiers et la croissance économique[4]. Le système financier d'un pays joue un rôle de premier plan en s'assurant que les épargnes sont consacrées efficacement aux investissements. Les pays qui sont le mieux en mesure de canaliser des épargnes dans des placements productifs enregistreront des taux de croissance élevés et une augmentation plus rapide du niveau de vie.

Bien que les prêts bancaires conventionnels demeurent une pierre d'assise du système financier canadien, les marchés financiers jouent un rôle de plus en plus important. En 2002, les marchés financiers ont fourni 88 % du financement à long terme des sociétés canadiennes, comparativement à seulement 73 % en 1990[5]. Ils jouent un rôle particulièrement important dans le financement des nouvelles sociétés, qui n'ont pas encore d'antécédents financiers comme les entreprises bien établies.

Les marchés financiers bien réglementés sont attrayants pour les investisseurs nationaux et internationaux, fournissent des fonds aux émetteurs qui, autrement, pourraient être privés d'un accès à des capitaux, appuient un marché concurrentiel à l'égard des services d'intermédiaires financiers et contribuent à la force de l'économie. Les marchés mal réglementés nuisent à la formation des capitaux et à la croissance économique.

Les marchés financiers du Canada ont changé

Les marchés financiers du Canada sont maintenant presque tous d'une ampleur nationale. L'exemple le plus spectaculaire est le regroupement des bourses du Canada. Avant 1999, le Canada comptait cinq bourses régionales, chacune reflétant son milieu commercial propre[6]. Pour tenir compte du fait que la plupart des marchés financiers régionaux du Canada sont devenus nationaux, les bourses ont été rationalisées.

Aujourd'hui, le Canada compte quatre bourses nationales. Les actions de rang supérieur sont négociées à la Bourse de Toronto (TSX) et les actions de rang inférieur sont négociées à la Bourse de croissance TSX. La Bourse de Montréal est la bourse nationale des instruments dérivés du Canada et la Winnipeg Commodity Exchange est la bourse nationale des contrats à terme et des options sur marchandise du Canada.

> Par le passé, les marchés financiers étaient parfois locaux ou intraprovinciaux, mais de nos jours, ils le sont rarement. La plupart des marchés sont d'envergure et d'accès internationaux, mais la réglementation des valeurs mobilières au Canada est encore une question de nature très provinciale.
>
> *Banque Canadienne Impériale de Commerce*

[4] Monographie sur les marchés des capitaux et la croissance économique.

[5] Banque du Canada.

[6] Il s'agissait de la Bourse de Montréal, de la Bourse de Toronto, de la Winnipeg Stock Exchange, de l'Alberta Stock Exchange et de la Vancouver Stock Exchange.

Les éléments suivants montrent clairement le caractère national des marchés des actions contemporains[7]:

- Les deux tiers des quelque 7 600 émetteurs assujettis au Canada sont des émetteurs assujettis dans plus d'une administration.
- Toutes les sociétés cotées en bourse, y compris celles qui sont des émetteurs assujettis dans une seule province, sont nécessairement interprovinciales, car des investisseurs de tout le pays – et du monde entier – peuvent acheter ou vendre des titres inscrits à la cote en s'adressant à des bourses.
- Parmi les quelque 3 800 sociétés inscrites à la cote de la TSX ou de la Bourse de croissance TSX, près de 1 200 (ou 31 %) sont des « émetteurs nationaux », c'est-à-dire des émetteurs assujettis dans les 10 administrations provinciales.
- 777 sociétés ayant une capitalisation boursière supérieure à 75 millions de dollars – dont la quasi-totalité sont des émetteurs nationaux – représentaient 1,275 billion de dollars, ou 98 % de la capitalisation boursière totale approximative de 1,3 billion de dollars au Canada[8].

Le marché des titres d'emprunt du Canada est d'envergure essentiellement nationale. Des 4,4 billions de dollars en activités de négociation d'obligations en 2002, 86 % correspondaient à des obligations du gouvernement du Canada[9].

...le secteur des fonds communs de placement au Canada est d'envergure nationale et doit être réglementé à l'échelle nationale sur une base uniforme.

Institut des fonds d'investissement du Canada

La grande majorité des 1 956 fonds communs de placement offerts en vente au Canada à la fin de l'année dernière l'étaient dans toutes les provinces et étaient détenus par des investisseurs de l'ensemble du pays[10].

L'industrie du courtage au Canada est d'envergure nationale. Au milieu de 2003, on comptait au Canada 205 maisons de courtage en exploitation. Les maisons intégrées, qui servent à la fois le marché institutionnel et le marché de détail, représentaient 72 % des revenus totaux de l'industrie au deuxième trimestre de 2003. Ces maisons sont dominées par les courtiers des six grandes banques, qui travaillent à l'échelle nationale et internationale[11].

---

7 Données du Système électronique des données, d'analyse et de recherche (SEDAR), au 31 décembre 2002.

8 Les 60 sociétés qui forment l'indice S&P TSX 60 sont toutes des émetteurs nationaux et 36 sont également assujetties dans les territoires (*Ibid.*). Ces 60 émetteurs représentaient 51,6 % de la capitalisation boursière totale de la TSX. *Toronto Stock Exchange Review* (mai 2003).

9 Banque du Canada.

10 Institut des fonds d'investissement du Canada, *Statistiques mensuelles* (septembre 2003).

11 Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, *Statistiques trimestrielles du secteur des valeurs mobilières* (2003T2).

Le caractère national des marchés financiers touche les organisations qui supervisent les participants aux marchés financiers. Services de réglementation des marchés inc. (SRM), dont l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et le Groupe TSX sont copropriétaires, est chargée de la surveillance des marchés, des enquêtes et de l'application de la loi. L'ACCOVAM réglemente les activités des courtiers dans l'ensemble du Canada. L'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels réglemente les activités des placeurs de fonds communs de placement, tandis que le Fonds canadien de protection des épargnants est un fonds de fiducie national qui protège les investisseurs en cas d'insolvabilité de la part d'une société membre.

L'infrastructure qui appuie les activités de négociation sur les marchés financiers est également nationale. La compensation, le règlement et le paiement des négociations relèvent de La Caisse canadienne de dépôts de valeurs limitée, de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés et de l'Association canadienne des paiements.

Les marchés financiers du Canada sont également de plus en plus internationaux. Les opérations transfrontalières sur des actions canadiennes sont passées de 5 % du PIB en 1990 à 38 % du PIB en 2002[12]. Au cours de huit des dix dernières années, les émetteurs canadiens ont mobilisé plus de capitaux par l'émission de titres d'emprunt à l'échelle internationale qu'à l'échelle nationale[13]. Un nombre important d'émetteurs canadiens sont inscrits à la cote de plusieurs bourses étrangères. Soixante-dix-huit émetteurs canadiens sont inscrits à la cote de la New York Stock Exchange, tandis que les titres de 81 émetteurs sont transigés à la NASDAQ[14]. Un certain nombre de sociétés sont également inscrites à la cote de bourses en Europe et en Australie.

Bien que les marchés financiers du Canada aient changé et qu'ils soient maintenant manifestement d'envergure nationale et internationale, la structure de réglementation n'a pas suivi le rythme. Comme le soutient le Groupe TSX dans son mémoire, il y a maintenant au Canada une discordance entre le marché et son architecture de réglementation.

Les investisseurs canadiens ont évolué

Les Canadiens sont, plus que jamais auparavant, propriétaires de valeurs mobilières. Il y a maintenant 46 % de Canadiens qui sont propriétaires de titres cotés en bourse, directement ou sous forme de fonds communs de placement, soit deux fois plus qu'au début des années 1990[15]. Si l'on inclut les participations indirectes par l'intermédiaire de fonds de retraite, presque tous les Canadiens investissent dans les marchés boursiers. Selon la Banque du Canada, les participations directes et indirectes en actions

[12] Le total des achats et des ventes d'actions canadiennes en circulation par des non-résidents en tant que part du PIB nominal. Statistique Canada, *Opérations internationales du Canada en valeurs mobilières* (août 2003).

[13] Banque du Canada.

[14] Au 30 septembre 2003.

[15] Groupe TSX, *Canadian Shareowners Study* (2003).

représentaient près de 20 % du total des biens ménagers à la fin du premier trimestre de 2003[16]. Ces avoirs servent à payer de nouvelles maisons et les études des enfants, et ils représentent l'essentiel des épargnes de nombreux Canadiens en vue de leur retraite. La recherche a révélé que lorsque les valeurs du portefeuille augmentent, les dépenses de consommation augmentent aussi, ce qui favorise la croissance économique[17]. Compte tenu de l'importance croissante de la propriété d'actions par les Canadiens, la force des consommateurs dans l'économie canadienne est de plus en plus fonction des valeurs du marché des actions.

L'importance de la propriété de titres pour le bien-être des Canadiens augmente, tout comme l'importance d'une réglementation efficace des marchés financiers. Les Canadiens s'attendent à ce que la structure de réglementation des valeurs mobilières donne aux investisseurs de tout le pays un accès égal aux produits financiers et permette l'application de la loi de façon uniforme et efficace.

Les scandales Enron et WorldCom ont eu de graves répercussions sur la confiance des investisseurs au Canada et ailleurs et ont contribué au marché baissier mondial après la réévaluation du secteur de la technologie. Entre le sommet qu'a connu le marché en 2000 et le creux de 2002, plus de 13 billions de dollars américains de la capitalisation boursière mondiale ont été effacés, y compris 750 milliards de dollars canadiens au Canada[18].

Le gouverneur de la Banque du Canada a exprimé les attentes des Canadiens à l'égard de leurs organismes de réglementation des valeurs mobilières lorsqu'il a déclaré :

> [Traduction] ...les gestionnaires et les administrateurs d'entreprise, les vérificateurs, les analystes et les conseillers en placement, les agences d'évaluation et les organismes de réglementation doivent constamment gagner la confiance [...] Et lorsque des pratiques ou des participants aux marchés peu scrupuleux sont mis au jour, les autorités doivent intervenir avec une grande fermeté. Faire autrement équivaudrait à rendre un mauvais service aux marchés. Seule la réprobation sévère rétablira et maintiendra la confiance en l'application des règles[19].

Bon nombre des participants aux marchés avec qui nous avons discuté ne croient pas que le régime de réglementation canadien réponde à ces attentes. Nombreuses sont les personnes qui croient que l'application de la loi au Canada est peu rigoureuse comparativement aux États-Unis et à d'autres pays. Certains font observer que le Canada a connu sa propre part de scandales financiers, comme Bre-X et YBM Magnex, qui ont miné la confiance nationale et internationale à l'égard des marchés financiers du Canada. D'autres s'inquiètent de la perception de plus en plus répandue selon laquelle les marchés du Canada pourraient faire l'objet de délits d'initié non déclarés et non sanctionnés.

---

16 Fonde sur Statistique Canada, *Comptes du bilan national, estimations trimestrielles* (2003T2).

17 Des estimations approximatives de la Banque du Canada laissent croire qu'une augmentation de 1 $ de l'avoir des ménages haussera la consommation d'environ 10 cents. Toutefois, l'effet des augmentations de la valeur des portefeuilles d'actions est moindre, soit approximativement 5 cents pour chaque 1 $, car la valeur des actions est plus volatile que celle d'autres biens. Les estimations de l'effet de richesse des portefeuilles d'actions sur la consommation aux États-Unis varient entre 3 et 5 cents. James Poterba, « Stock Market Wealth and Consumption », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14 (2000), p. 99.

18 ABN Amro, *Global Investment Returns Yearbook* (2003); *Toronto Stock Exchange Review* (août 2000 et octobre 2002).

19 David Dodge, gouverneur de la Banque du Canada, « Trust, Transparency, and Financial Markets » (observations présentées à Halifax le 11 juin 2002).

Les investisseurs et les émetteurs exigent une meilleure application des lois. Les investisseurs, quelle que soit leur taille, se préoccupent de la protection de leurs investissements, et les émetteurs savent qu'un marché corrompu fera augmenter leurs coûts de capitaux.

Les structures de réglementation du monde entier évoluent

D'autres pays ont adapté leurs structures de réglementation aux exigences de ces nouvelles réalités. Bon nombre d'entre eux ont procédé à une réorganisation radicale de leurs régimes de réglementation ou sont en train de le faire. Ces efforts ont pris plusieurs formes différentes, mais comportent une justification sous-jacente uniforme, à savoir la compréhension que dans un environnement de marchés financiers en évolution rapide, les structures du passé sont inadéquates et doivent subir une réforme.

> ...tous les autres pays industrialisés ont reconnu le caractère national des marchés des valeurs mobilières et ont adopté une approche nationale.
>
> *Groupe TSX Inc.*

Il est utile pour le Canada de tenir compte de ce qui s'est passé ailleurs et d'en considérer les raisons. Nous avons parrainé des monographies portant sur des régimes de réglementation aux États-Unis, dans l'Union européenne et en Australie pour établir un cadre de référence international du changement à apporter à la réglementation[20]. Ces monographies illustrent clairement que les décideurs stratégiques internationaux sont déterminés à faire en sorte que leurs pays respectifs disposent de structures concurrentielles de réglementation des valeurs mobilières.

L'expérience australienne est particulièrement intéressante pour le Canada. Après une série de crises financières survenues au cours des années 1980, le pouvoir d'appliquer la législation sur les valeurs mobilières, qui était auparavant exercé par les États et les territoires, a été conféré en 1991 à une agence de réglementation constituée par le gouvernement fédéral de l'Australie. En 1999, après l'Enquête Wallis qui a déterminé la meilleure façon de positionner les marchés financiers australiens dans un monde de plus en plus concurrentiel, toutes les institutions financières et tous les marchés de l'Australie ont été placés sous la supervision de deux organismes de réglementation nationaux. L'Australian Securities and Investment Commission réglemente la conduite des marchés de toutes les industries du secteur financier (y compris les valeurs mobilières, les banques, l'assurance et les régimes de retraite). Il incombe à l'Australian Prudential Regulation Authority d'assurer la sécurité et la solidité des institutions financières. Dans la monographie, les auteurs font observer que les marchés financiers de l'Australie, y compris leurs composantes régionales, sont florissants sous la nouvelle structure.

Le Royaume-Uni a lui aussi effectué récemment une réforme de son régime de réglementation. La Financial Services Authority (FSA) a été chargée en 2001 des fonctions exécutées auparavant par neuf organismes de réglementation. Cette réglementation intégrée du secteur financier a été établie en réaction

[20] Joel Seligman, *Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières* (Monographie à l'intention du CPA, parue en 2003) (Monographie – États-Unis); Karel Lannoo and Mattias Levin, *La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE – La relation entre la Communauté et les États membres* (Monographie à l'intention du CPA, parue en 2003) (Monographie – Union européenne); Ralph Simmonds et Ray Da Silva Rosa, *L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie* (Monographie à l'intention du CPA, parue en 2003) (Monographie – Australie).

à la convergence des produits et des services financiers dans les industries des banques, de l'assurance et des valeurs mobilières. Elle reflétait la quête, par le Royaume-Uni, d'un avantage concurrentiel sur le marché financier européen. À ce jour, la FSA semble avoir bien servi les marchés financiers du Royaume-Uni.

On assiste à une réforme considérable de la réglementation en Europe. De nombreux pays, dont l'Irlande et l'Allemagne, adoptent une réglementation des services financiers par un organisme unique. De plus, l'Union européenne a lancé un processus élaboré de mise à jour de sa structure de réglementation des valeurs mobilières.

L'Union européenne considère l'intégration des marchés financiers comme essentielle à la réalisation de son objectif ambitieux, soit un marché financier unique. Ses efforts antérieurs en vue de réaliser l'intégration au moyen d'un régime de reconnaissance mutuelle n'ont pas été couronnés de succès. Par conséquent, en 2001, un comité parrainé par l'Union européenne et présidé par le baron Alexandre Lamfalussy a proposé un mécanisme favorisant une plus grande intégration des marchés financiers des 15 pays (bientôt 25) de l'Union européenne, compte tenu de la nature disparate de leur réglementation, de leurs systèmes juridiques, de leurs langues et de leurs pratiques commerciales[21]. Ce mécanisme, décrit de manière exhaustive dans la monographie concernant l'UE, vise à constituer un cadre d'élaboration d'un système de passeport dans toute l'Union européenne pour mettre en place un guichet unique à l'intention des participants aux marchés financiers.

Manifestement, ces pays qui ont un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique comportant une seule série de règles, qui offrent une application uniforme des lois et qui ont des exigences de dépôt et de divulgation clairement compréhensibles représentent un modèle supérieur à la structure plurigouvernementale du Canada.

TransCanada Corporation
Calgary (Alberta)

Les faits nouveaux survenus aux États-Unis présentent également de l'intérêt. La loi intitulée *National Securities Markets Improvement Act of 1996* (NSMIA) a intensifié la réglementation nationale des marchés financiers américains. En habilitant la Securities and Exchange Commission (SEC) à réglementer de façon exclusive dans les domaines qui avaient fait l'objet de règlements étatiques, la NSMIA a beaucoup allégé la réglementation redondante des marchés financiers.

Dans ce contexte, la structure de réglementation du secteur financier canadien semble désuète. Bien que la structure conventionnelle de prestation des services financiers s'appuyant sur « quatre piliers » (dans le cadre de laquelle les banques, les compagnies d'assurance, les sociétés de fiducie et les sociétés de valeurs mobilières avaient des sphères d'activités spécifiques bien définies) ait été dans l'ensemble remplacée

[21] *Rapport final du Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières* (2001) (Rapport Lamfalussy).

à la suite de modifications législatives effectuées au cours des 20 dernières années, la structure de réglementation est demeurée essentiellement la même[22]. Il subsiste plus de 30 organismes de réglementation du secteur financier au Canada, y compris 13 organismes de réglementation des valeurs mobilières.

La structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada est devenue une aberration internationale. Comme le fait valoir la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) dans son mémoire, parmi plus de 100 pays (y compris les 20 ayant des structures politiques fédérales) représentés à l'OICV, seuls le Canada et la Bosnie-Herzégovine n'ont pas d'organisme de réglementation national ou supra-national.

Le Canada a besoin de changement

L'aspect peut-être le plus frappant du débat actuel sur la réforme de la structure de réglementation des valeurs mobilières au Canada est que les participants aux marchés financiers, les organismes de réglementation et les gouvernements provinciaux conviennent presque à l'unanimité que le régime actuel du Canada doit changer.

Les participants aux marchés financiers

Nous avons reçu 92 mémoires de participants aux marchés financiers de l'ensemble du pays, y compris les investisseurs, les émetteurs, les intermédiaires, les associations industrielles, les organismes de réglementation et d'autres intervenants intéressés à améliorer l'efficacité et l'efficience du régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada[23]. Nous avons également reçu des commentaires exhaustifs des membres de la communauté des marchés financiers au cours des neuf jours de consultations publiques tenues à Halifax, Montréal, Toronto, Winnipeg, Regina, Calgary et Vancouver, ainsi que des législateurs et des organismes de réglementation du Canada. De plus, nous avons consulté des organismes de réglementation et des participants aux marchés financiers des États-Unis et de l'Europe et avons rencontré des représentants de la Commission européenne, de la SEC, de la FSA, de la New York Stock Exchange et de la NASDAQ, entre autres.

Parmi les 77 mémoires qui formulent des recommandations particulières quant à la meilleure structure de réglementation pour le Canada, 57, soit 74 %, recommandent un organisme de réglementation unique. De ce groupe font partie :

- 21 des 22 émetteurs de l'indice TSX 60 qui ont présenté des mémoires au Comité;
- cinq des six plus grandes banques du Canada;

---

22 Certaines provinces ont adopté la réglementation unifiée du secteur financier. La Saskatchewan Financial Services Commission a été instituée le 1er février 2003, à la suite de l'intégration de trois grands organismes de réglementation des services financiers en Saskatchewan : la Saskatchewan Securities Commission, la Financial Institution Section de la Consumer Protection Branch et la Pension Benefits Branch du ministère de la Justice de la Saskatchewan. L'Ontario a proposé le regroupement de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et de la Commission des services financiers de l'Ontario (CSFO) pour créer la Commission ontarienne des services financiers, qui réglementerait les valeurs mobilières, les régimes de retraite, l'assurance et les autres secteurs des services financiers en Ontario. Le gouvernement du Québec est en train de regrouper la Commission des valeurs mobilières du Québec, le Bureau des services financiers et l'Inspecteur général des institutions financières en une nouvelle « superagence », l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier du Québec.

23 Ces mémoires sont affichés sur le site Web du Comité, à www.wise-averties.ca.

- le Conseil canadien des chefs d'entreprise, qui représente les dirigeants de plus de 150 des principales entreprises canadiennes;
- l'Association des banquiers canadiens, qui représente 41 institutions financières;
- l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada et le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, deux des plus gros investisseurs du Canada;
- la Small Investor Protection Association;
- l'Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs, qui représente 4 000 particuliers et 250 entreprises;
- le Groupe TSX.

Treize pour cent recommandent un régime de passeport, mais presque aucune indication n'est donnée quant à ce que comporterait ce régime. Les investisseurs s'entendent presque tous pour exiger des changements systémiques se caractérisant par une meilleure protection des investisseurs et une meilleure application des lois.

> Les marchés financiers du Canada ont subi les contrecoups, durant de nombreuses années, de la fragmentation excessive qui mine à la fois leur efficacité et leur dynamisme [...]. La nécessité d'une réforme importante est devenue trop impérieuse pour être ignorée par quelque gouvernement ou participant aux marchés que ce soit.
>
> *Conseil canadien des chefs d'entreprise*

L'Association for Investment Management and Research (AIMR), organisation qui représente 8 000 analystes financiers, gestionnaires de portefeuille et autres professionnels de l'investissement au Canada, a mené un sondage exhaustif auprès de ses membres relativement au caractère adéquat du régime de réglementation du Canada. Plus de 90 % des répondants ont indiqué que le régime a besoin d'être modifié, 75 % ont demandé la mise sur pied d'un organisme de réglementation unique et 11 % ont préconisé soit un régime de passeport, soit une législation uniforme sur les valeurs mobilières[24].

En mars 2003, le ministre des Finances de l'Ontario a reçu le rapport final du Comité d'étude de cinq ans (présidé par Purdy Crawford) qui a passé en revue la législation, les règlements et les règles concernant des questions traitées par la CVMO, ainsi que les besoins de la CVMO en matière de législation. La première recommandation contenue dans le rapport demande vigoureusement qu'un organisme de réglementation des valeurs mobilières canadien unique soit mis sur pied. Le rapport décrit cette question comme étant la plus urgente en matière de réglementation des valeurs mobilières en Ontario et partout au Canada[25].

[24] Mémoire de l'AIMR présenté au CPA.

[25] *Rapport final du Comité d'étude de cinq ans - Examen de la* Loi sur les valeurs mobilières *(Ontario)* (2003) (Rapport Crawford), p. 29.

Les gouvernements provinciaux et les organismes de réglementation

Les gouvernements provinciaux sont tous d'avis que le Canada doit entreprendre une réforme de sa structure de réglementation. Le 11 juin 2003, un comité directeur formé de ministres provinciaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières en Alberta, en Ontario, au Québec, en Colombie-Britannique, au Manitoba et en Saskatchewan ont publié un document de travail (document de travail des ministres provinciaux) en vue d'obtenir des commentaires. Le document indique que les ministres provinciaux et territoriaux sont déterminés à faire des « réformes considérables » en réaction aux changements survenus dans les marchés financiers[26]. Il propose un régime de passeport applicable à la réglementation des valeurs mobilières qui autoriserait les administrations participantes à conclure des ententes permettant à un organisme de réglementation d'une administration de s'en remettre à un organisme de réglementation principal d'une autre administration pour s'acquitter de ses fonctions de supervision de l'application des règles d'accès au marché.

Les organismes de réglementation ont adhéré à la nécessité d'une réforme. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), groupe de coordination des 13 autorités provinciales et territoriales de réglementation des valeurs mobilières, ont également cautionné une initiative majeure de réforme au moyen de leur projet concernant la législation uniforme en valeurs mobilières (LUVM). L'objectif du projet consiste en une loi uniforme sur les valeurs mobilières et en des règles uniformes qui doivent être adoptées par chaque administration au Canada. Les ACVM ont déclaré dans leur objectif qu'en ce qui concerne la loi uniforme et les règles uniformes, « le libellé serait le même dans chaque territoire » et que la législation « établirait un cadre uniforme de réglementation des valeurs mobilières pour tout le Canada »[27]. Entre autres choses, la LUVM envisage une interdélégation complète des fonctions entre organismes de réglementation, dont le résultat serait semblable au régime de passeport proposé par les ministres provinciaux.

Le Comité convient qu'un changement s'impose

Nous avons conclu qu'un changement majeur au régime de réglementation du Canada est nécessaire, et ce, depuis longtemps.

Le régime actuel comporte un certain nombre de lacunes. Les ressources consacrées à l'application sont insuffisantes. Les auteurs de méfaits demeurent trop souvent impunis et la décision est indûment retardée. Les problèmes de coordination nuisent aux enquêtes et peuvent mener à de multiples procédures qui sont inefficaces et injustes. Les priorités sont disparates et la protection des investisseurs n'est pas uniforme. L'élaboration des politiques se caractérise par des compromis et des retards. Le Canada ne peut réagir aussi efficacement ou innover aussi rapidement qu'il le devrait dans le marché mondial en évolution rapide.

---

[26] Document de travail des ministres provinciaux, p. 1. D'après ce document de travail, « La mise en œuvre d'un régime de réglementation efficace, efficient et simplifié est un objectif important, mais qui reste à atteindre », p. 3.

[27] *Ébauche de lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada* (2003) (Ébauche), p. 4-5.

Le régime est trop coûteux. La multiplicité des organismes de réglementation mène à une affectation inefficace des ressources et à des coûts de renonciation et de conformité superflus. À l'échelle internationale, la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada est reconnue comme étant inutilement complexe. Personne n'a le mandat de représenter l'intérêt national dans ses rapports avec les organismes internationaux de réglementation des valeurs mobilières et d'autres décideurs.

Nous félicitons les personnes qui, malgré les limites imposées à leurs mandats, travaillent d'arrache-pied dans le cadre du régime actuel pour obtenir de bons résultats. Cependant, même leurs plus beaux efforts ne peuvent venir à bout des limites de la structure actuelle. Les organismes de réglementation du Canada doivent bénéficier d'une plateforme améliorée.

À qui incombe la responsabilité du changement? Corriger une idée fausse

Les provinces ont réglementé les marchés financiers en vertu de leur compétence sur « la propriété et les droits civils » énoncée au paragraphe 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*. Lorsque les provinces ont, au départ, exercé leur compétence, les marchés financiers étaient beaucoup plus locaux qu'ils le sont de nos jours. Comme nous l'avons mentionné, ils sont à présent essentiellement nationaux et deviennent davantage internationaux. Pour cette raison, il est de plus en plus difficile pour les provinces d'assurer une réglementation efficace.

L'historique de la réglementation provinciale a porté à croire, à tort, que le gouvernement fédéral n'a pas compétence sur les marchés financiers. Tel n'est pas le cas. Le gouvernement fédéral a le pouvoir constitutionnel d'adopter des lois exhaustives régissant toutes les activités des marchés financiers au Canada.

Nous en venons à cette conclusion à partir de trois avis constitutionnels fournis au Comité par des experts de premier plan travaillant au Québec, en Ontario et en Colombie-Britannique. Chacun des avis conclut indépendamment et fortement que le gouvernement fédéral a l'autorité constitutionnelle de réglementer tous les aspects de l'activité des marchés financiers conformément à son pouvoir de légiférer à l'égard de la « réglementation générale du commerce » en vertu du paragraphe 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*.

Nous publions ces avis constitutionnels avec le présent rapport. Ils traitent en détails de ce sujet important.

Il s'agit d'une conclusion révélatrice. Les avis sont, bien sûr, fondés sur de la jurisprudence constitutionnelle. Nous nous contenterons d'ajouter que la conclusion juridique correspond à la réalité logique selon laquelle le gouvernement de tout pays devrait posséder le pouvoir législatif de protéger, de fortifier et d'améliorer son économie dans l'intérêt de tous ses citoyens.

Une occasion de changement sans précédent

Ce n'est pas la première fois que les Canadiens et leurs gouvernements se penchent sur la question de savoir s'il faut réformer la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada. Toutefois, contrairement aux efforts antérieurs, nous sommes maintenant devant une occasion sans précédent – et face à une nécessité – de changement.

Les émetteurs, les investisseurs et les intermédiaires financiers de tout le Canada sont unis dans leur demande de changement. Les marchés du monde entier et leurs structures de réglementation évoluent rapidement. D'autres pays trouvent des façons d'obtenir un avantage concurrentiel au moyen de leur structure de réglementation des valeurs mobilières. Le Canada devrait faire de même.

La suite du présent rapport est consacrée à la question de savoir quelle forme devrait prendre ce changement.

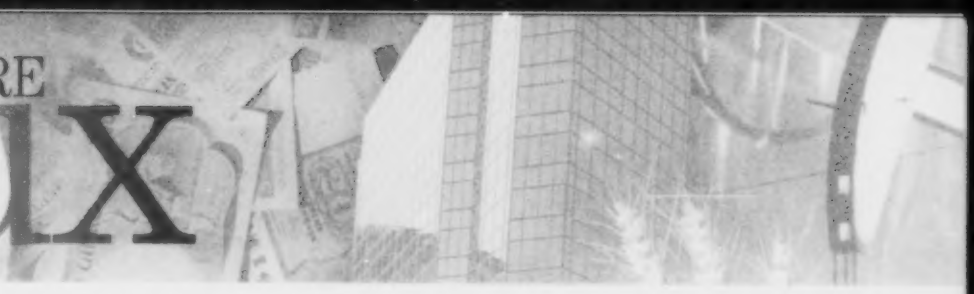
Ajoutons une mise en garde. Certains pourraient demander seulement des rajustements mineurs à la structure actuelle et garder les changements majeurs pour une deuxième étape. Nous croyons fermement que ce ne serait pas dans l'intérêt national. On ne pourrait rétablir facilement les marchés financiers du Canada s'ils étaient érodés à cause de l'attention insuffisante portée à cette question importante. L'incidence négative directe sur l'économie et le bien-être des Canadiens serait marquée.

Bien que la structure de réglementation des valeurs mobilières ne constitue qu'un volet des marchés financiers dynamiques, elle revêt de l'importance. Nous demandons instamment aux gouvernements de s'attaquer au problème, et de le faire dès maintenant.

Le temps est venu de passer à l'action.

> Il ne suffit pas de modifier légèrement la situation actuelle. Des mesures audacieuses sont nécessaires.
>
> *Fidelity Investments Canada Limited*
> *Toronto (Ontario)*

CHAPITRE deux



La structure de réglementation actuelle du Canada et ses points forts

La structure actuelle

Les provinces et territoires du Canada, au nombre de 13, ont chacun une autorité de réglementation des valeurs mobilières distincte, qui gère un ensemble distinct de lois sur les valeurs mobilières. Ces autorités sont la British Columbia Securities Commission, l'Alberta Securities Commission, la Saskatchewan Financial Services Commission, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, la Commission des valeurs mobilières du Québec, la Direction de l'administration des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick, la Nova Scotia Securities Commission, le Prince Edward Island Securities Office (Bureau du procureur général), la Securities Commission of Newfoundland and Labrador, le Registrar of Securities (services communautaires), gouvernement du Yukon, le Registrar of Securities (ministère de la Justice), gouvernement des Territoires du Nord-Ouest et le Registrar of Securities (ministère de la Justice), gouvernement du Nunavut.

La structure et la fonction des organismes de réglementation des valeurs mobilières ne sont pas uniformes. Quatre d'entre eux sont des organismes gouvernementaux autofinancés, cinq sont structurés à l'intérieur de ministères gouvernementaux et les autres occupent une gamme de positions entre ces deux extrêmes pour ce qui est du financement et de la gouvernance. Les plus gros organismes de réglementation comptent un personnel professionnel important, établissent des règles, formulent des politiques et siègent à titre de tribunaux administratifs. Les organismes de réglementation les plus petits ont un personnel restreint et ne s'acquittent que de certaines de ces fonctions.

Bien que les lois provinciales et territoriales sur les valeurs mobilières s'appuient sur des principes et des objectifs semblables et qu'elles soient très semblables sur le fond dans de nombreux domaines, aucune d'entre elles n'est identique. Il existe des différences à la fois dans les lois et dans leur application. Les règles, qui ont supplanté les lois et les politiques comme source principale de réglementation, varient d'une administration à l'autre. De fait, certaines administrations n'ont pas de pouvoir d'établissement des règles.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Compte tenu des difficultés inhérentes à cette structure de réglementation fragmentée, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont été créées à titre de tribune des organismes de réglementation provinciaux et territoriaux du Canada pour améliorer la réglementation des marchés financiers canadiens.

CHAPITRE

Il s'agit d'un organisme informel dont le fonctionnement repose sur des réunions de ses membres. Les ACVM n'ont pas de pouvoir exécutoire sur les organismes de réglementation des valeurs mobilières relativement aux d'élaboration des politiques ou d'exécution et sont financées par chacun de leurs membres sur une base volontaire.

Jusqu'à récemment, les ACVM n'avaient pas de dotation en personnel distincte et devaient compter sur les ressources des organismes de réglementation provinciaux pour élaborer des politiques. Toutefois, le 4 septembre 2003, les ACVM ont annoncé la création d'un secrétariat permanent situé à Montréal et formé d'un directeur exécutif, d'un coordonnateur de la réglementation et d'une secrétaire. En outre, les ACVM ont mis sur pied le Comité de coordination de la réglementation (CCR), composé de six membres nommés pour deux ans pour superviser la mise en œuvre du plan stratégique des ACVM et l'élaboration permanente d'instructions et de règlements. Les premiers membres du CCR sont les présidents des commissions des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, du Manitoba, de l'Ontario, du Québec et de la Nouvelle-Écosse. Les ACVM sont en outre dotées d'une nouvelle structure de gouvernance dans le cadre de laquelle le président et le vice-président des ACVM seront élus par les membres pour un mandat de deux ans.

Les ACVM ont entrepris plusieurs initiatives importantes en vue d'harmoniser les lois sur les valeurs mobilières et l'application de ces lois dans tout le Canada. Ces initiatives comprennent :

- *Normes nationales et politiques nationales* – L'élaboration et la mise en œuvre de 25 normes nationales et de 24 politiques nationales traitant de questions clés comme les exigences rattachées aux prospectus, la réglementation des fonds communs de placement, les émissions de droits, les offres publiques d'achat, les questions d'inscription et les opérations sur le marché.
- *Régime d'examen concerté (REC)* – Régime dans lequel un organisme de réglementation des valeurs mobilières est désigné comme « organisme de réglementation principal » auquel d'autres administrations s'en remettent pour l'analyse et l'examen de dépôts et les demandes de dispense.
- *Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR)* – Système accessible sur le Web qui facilite le dépôt électronique de données sur les valeurs mobilières tel qu'il est exigé par les organismes de réglementation provinciaux et territoriaux et qui donne un accès public à la plupart des documents d'information déposés par les émetteurs assujettis.

- *Système électronique de déclaration des initiés (SEDI)* – Système accessible sur le Web qui facilite le dépôt et la visualisation par le public de rapports sur la négociation de titres par les initiés des émetteurs assujettis.
- *Base de données nationale sur les inscriptions (BDNI)* – Système accessible sur le Web qui permet aux courtiers et aux conseillers de déposer des formulaires d'inscription par voie électronique.
- *Projet concernant la LUVM* – Projet ayant pour objectif d'élaborer une législation uniforme sur les valeurs mobilières et des règles uniformes afin qu'elles soient adoptées par chaque administration au Canada.

Régime d'examen concerté

Le Régime d'examen concerté (REC) est peut-être la plus importante initiative des ACVM mise en œuvre à ce jour. Institué en 1999, le REC est un régime dans lequel un décideur dans une administration est prêt à s'en remettre essentiellement à l'analyse et à l'examen faits par le personnel de réglementation travaillant dans une autre administration. L'examen de prospectus, les demandes de dispense, les notices annuelles initiales et de renouvellement, les demandes de renonciation et les dépôts préalables sont régis par le REC.

Par exemple, si un émetteur désire émettre des titres par voie de prospectus dans plus d'une administration au Canada, le REC permet à l'émetteur de faire affaire avec un organisme de réglementation principal (généralement l'organisme de réglementation qui se trouve dans le territoire où le siège de l'émetteur est situé) plutôt qu'avec chacun des organismes de réglementation dans les administrations dans lesquelles les titres sont offerts. Le personnel de l'organisme de réglementation principal fournit des commentaires à l'émetteur pour le compte de toutes les commissions et formule des recommandations. L'émetteur reçoit ensuite un document de décision unique de l'organisme de réglementation principal.

Le REC constitue une approche formelle de coopération volontaire entre organismes de réglementation. Aucun d'entre eux ne renonce à sa compétence ou à son pouvoir discrétionnaire. Chaque organisme de réglementation conserve son pouvoir discrétionnaire prévu par la loi relativement à toutes les questions qui font l'objet d'un examen concerté et peut se retirer du régime à tout moment et traiter directement

avec le participant aux marchés. Aucun changement n'a été fait aux lois sur les valeurs mobilières conséquemment au REC. De fait, l'harmonisation n'est pas un objectif du REC. Les ACVM ont déclaré que l'harmonisation est un avantage indirect qui peut être réalisé avec le temps[1].

Bien qu'il ne soit pas exempt de lacunes, le REC représente un grand pas en avant dans la rationalisation du processus de réglementation lorsque plus d'une administration est en cause. Il n'a toutefois pas mené à des lois sur les valeurs mobilières uniformes dans tout le pays. Il ne rend pas inutile la nécessité, pour les participants aux marchés, de bien connaître les 13 séries distinctes de règles et de règlements applicables au pays et de s'y conformer. Le REC n'a pas diminué les frais, car les participants aux marchés doivent continuer à acquitter des frais aux administrations autres que l'administration principale. De plus, il n'assure pas de traitement uniforme ou prévisible, car tout organisme de réglementation a le droit de se retirer du régime à tout moment[2].

Les organismes d'autoréglementation

Les organismes d'autoréglementation (OAR) jouent un rôle important dans la structure de réglementation du Canada. Les OAR sont assujettis à des ordonnances de reconnaissance et font l'objet de surveillance de la part des organismes de réglementation provinciaux. Les principaux OAR et les fournisseurs de services de réglementation connexes en activité au Canada, et les fonctions dont ils s'acquittent, sont les suivants :

- *Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM)* – L'ACCOVAM est une association nationale qui réglemente les activités des courtiers en valeurs mobilières, y compris la suffisance du capital et le comportement en affaires. Elle a pour mandat l'inscription, le respect des exigences en matière financière et de ventes, ainsi que l'exécution. L'ACCOVAM fait enquête au sujet des plaintes déposées contre les sociétés membres ou leurs employés inscrits et possède le pouvoir de poursuivre des particuliers et des sociétés soupçonnés de méfait, d'infliger des réprimandes, des amendes ou des suspensions, et de rendre des ordonnances d'expulsion.

- *Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACCFM)* – L'ACCFM est chargée de réglementer les activités des placeurs de fonds mutuels et a le pouvoir d'effectuer des examens de la conformité et d'appliquer les règles au moyen d'un mécanisme disciplinaire qui se traduit par des amendes, une suspension ou la résiliation de l'adhésion à l'Association.

- *TSX et Bourse de croissance TSX* – Les sociétés doivent observer les règles et les règlements de la TSX ou de la Bourse de croissance TSX pour obtenir et conserver leur inscription à la cote.

- *Bourse de Montréal (BM)* – L'activité boursière dans le domaine des instruments dérivés à la BM est réglementée par la BM, comme le sont les courtiers en valeurs mobilières au Québec.

---

1 Avis des ACVM, *Protocole d'entente – Régime d'examen concerté* (1999).

2 Il importe toutefois de souligner que les administrations se retirent de plus en plus rarement du REC. Anita Anand et Peter Klein, *Les coûts de l'observation du régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada* (Monographie à l'intention du CPA, parue en 2003) (Monographie sur les coûts), p. 597.

- *Services de réglementation des marchés inc.* – Les opérations boursières à la TSX et à la Bourse de croissance TSX sont réglementées par SRM, fournisseur indépendant de services de réglementation. Ses domaines de responsabilité comprennent la surveillance des marchés, les enquêtes et l'application de la loi.

- *Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE)* – Le FCPE est un fonds d'investissement parrainé par l'industrie qui garantit, sous réserve des limites définies, que les éléments d'actif du client sont protégés dans l'éventualité de l'insolvabilité d'un courtier en valeurs mobilières canadien qui est membre du FCPE. Le FCPE contribue à l'établissement et à l'examen des normes minimales de suffisance du capital, de liquidités et de déclaration financière qui s'appliquent aux courtiers et à la surveillance de la situation financière de ces sociétés.

* * *

Une analyse soignée des points forts et des points faibles de la structure de réglementation actuelle est nécessaire pour étudier les propositions de réforme. Notre analyse est fondée sur les mémoires que nous avons reçus, sur nos consultations avec les participants aux marchés financiers, sur les neuf monographies parrainées et sur notre examen de la documentation existante sur le sujet[3]. Bien que les soi-disant points forts et points faibles du régime soient souvent mentionnés, il importe de déterminer si ce sont effectivement des points forts ou des points faibles, et, dans l'affirmative, quelle est leur importance. Toute modification à la structure de réglementation du Canada devrait conserver les points forts du régime actuel et s'attaquer à ses points faibles.

Points forts de la structure actuelle

Les points forts de la structure actuelle résultent d'une présence réglementaire locale, laquelle constitue l'héritage de l'époque où les marchés financiers du Canada étaient davantage fragmentés.

Présence locale

Pour appliquer efficacement les lois, il faut être, dans une certaine mesure, présent à l'échelon local afin de recevoir les plaintes des investisseurs, de mener des enquêtes et de réagir rapidement aux infractions[4].

---

[3] Le mécanisme de fonctionnement du Comité est décrit à l'annexe B. Les monographies et les avis constitutionnels sont publiés dans un volume complémentaire.

[4] Charles River Associates, *L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada* (Monographie à l'intention du CPA, parue en 2003) (Monographie de CRA), p. 533. Mary Condon, *L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada* (Monographie à l'intention du CPA, parue en 2003) (Monographie de Mary Condon), p. 485.

Un organisme de réglementation qui est proche de ceux qu'il réglemente peut connaître les participants aux marchés financiers de son territoire. Comme il est constaté dans la monographie sur les ordonnances d'exécution d'intérêt public que nous avons parrainée, une telle proximité donne lieu à une meilleure application :

> Il s'avère que, dans les provinces les plus grandes en particulier, les défendeurs ayant fait l'objet d'une audience d'intérêt public étaient souvent des récidivistes. Les proportions sont légèrement plus importantes, dans des provinces comme la C.-B. et l'Ontario, si des mesures d'exécution ont aussi été prises par les autorités de la bourse locale. Bien qu'il puisse s'agir d'un effet Pygmalion, en ce sens que le personnel d'exécution intervient peut-être plus rapidement à l'égard d'une personne s'il sait qu'elle a déjà fait l'objet d'une enquête, il semble utile d'avoir une expertise locale concernant les participants au marché et leurs activités[5].

La présence locale facilite en outre les rapports entre l'organisme de réglementation et les émetteurs et intermédiaires. Les organismes de réglementation et les participants aux marchés financiers peuvent se rencontrer à « mi-chemin » pour partager leurs points de vue, comprendre leurs positions mutuelles et régler des problèmes de façon constructive et efficace.

Ce sont là d'importants points forts, qui devraient être préservés dans toute réforme de la structure de réglementation du Canada.

Acquisition de compétences sectorielles

La relation avec les participants aux marchés financiers, jumelée à la concentration d'industries précises dans une administration, a permis de mettre en place des centres de compétence en matière de réglementation. Une monographie parrainée par le Comité a permis de constater qu'on peut déduire dans diverses provinces l'existence d'« infrastructures locales de mobilisation de capitaux » là où se trouve une masse critique d'émetteurs d'un certain type d'industrie ou de capitalisation boursière[6]. Cette concentration permet aux organismes de réglementation des valeurs mobilières locaux et à des professionnels (tels les placeurs, les avocats et les comptables) d'acquérir les compétences qui correspondent aux besoins de ces émetteurs et de répondre à leurs besoins.

> Les principaux points forts du régime de réglementation des valeurs mobilières actuellement en vigueur au Canada comprennent une concentration des compétences et des activités de réglementation connexes dans des régions du Canada où il existe des concentrations correspondantes de services commerciaux et financiers canadiens.
>
> *Enbridge Inc.*
> *Calgary (Alberta)*

[5] Monographie de Mary Condon, p. 485-486.

[6] Poonam Puri, *Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières* (Monographie à l'intention du CPA, parue en 2003) (Monographie de Poonan Puri), p. 231-232.

D'après la situation géographique du siège des émetteurs assujettis inscrits à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX, la monographie a permis de constater l'existence des infrastructures locales de mobilisation de capitaux pour les secteurs suivants : en Alberta, pour les émetteurs de sociétés pétrolières et gazières; en Colombie-Britannique, pour les émetteurs à très petite capitalisation[7]; en Ontario, pour les émetteurs de sociétés de services financiers; en Colombie-Britannique et en Ontario, pour les émetteurs de sociétés minières; en Colombie-Britannique, en Alberta et en Ontario, pour les émetteurs de sociétés à petite capitalisation[8]; en Ontario, au Québec et en Colombie-Britannique, dans les domaines des communications et des médias; enfin en Ontario et au Québec, dans le domaine des sciences de la vie.

Le régime actuel a facilité l'acquisition de compétences en réglementation dans certains secteurs industriels. Il s'agit d'un point fort important, qui devrait être conservé. Cependant, le régime actuel ne mise pas efficacement sur les compétences existantes pour permettre à tous les Canadiens de tirer profit de la spécialisation des organismes de réglementation provinciaux. Par exemple, un émetteur du domaine pétrolier et gazier dont le siège se trouve en Ontario, qui dépose un prospectus sous le régime du REC, l'Ontario étant l'organisme de réglementation principal, ne tirerait pas habituellement profit des compétences de l'Alberta Securities Commission, qui ne serait pas chargée de revoir le document.

Sensibilité aux problèmes locaux et régionaux particuliers

Selon un certain nombre de participants aux marchés financiers, le régime actuel est sensible aux problèmes locaux et régionaux particuliers[9]. Toutefois, la recherche effectuée a permis de conclure que peu de questions, s'il y en a, sont vraiment locales.

La situation géographique du siège social d'un émetteur n'indique pas nécessairement où celui-ci exerce ses activités ni l'endroit où résident la plupart de ses investisseurs. Par exemple, une société minière à petite capitalisation inscrite à la cote de la Bourse de croissance TSX et dont le siège se trouve en Colombie-Britannique peut exercer ses activités d'exploration en Saskatchewan et compter plus d'actionnaires du Québec que de la Colombie-Britannique. Bien que la British Columbia Securities Commission (BCSC) ait pu acquérir des compétences dans la réglementation de sociétés minières à petite capitalisation, cela ne veut pas nécessairement dire que la réglementation des sociétés minières à petite capitalisation a une importance particulière pour la Colombie-Britannique, sauf s'il peut être établi qu'un résident de la Colombie-Britannique qui investit dans un titre minier à petite capitalisation doit être régi par un règlement différent de celui qui régit un résident du Québec.

---

7 Dans sa monographie, Puri définit un émetteur du secteur des sociétés à « très petite capitalisation » comme un émetteur dont la capitalisation boursière est inférieure à 5 millions de dollars.

8 Dans sa monographie, Puri définit un émetteur du secteur des sociétés à « petite capitalisation » comme un émetteur dont la capitalisation boursière varie entre 5 millions et 75 millions de dollars.

9 Voir, par exemple, le mémoire du cabinet Bennett Jones :

> [Traduction] Nous avons constaté que les organismes de réglementation qui sont étroitement liés à un marché financier (sur le plan géographique) ont souvent une bien meilleure compréhension des facteurs fondamentaux des affaires qui régissent les participants aux marchés. Ces organismes de réglementation sont prêts à prendre le temps de comprendre les situations de fait qui soulèvent de nouveaux problèmes et à chercher de façon proactive des solutions à ces situations dans la mesure où une nouvelle approche ne porte pas préjudice à l'intérêt public.

En outre, même si certaines industries peuvent être concentrées dans certaines provinces ou régions, les données sur le produit intérieur brut (PIB) laissent croire que l'importance économique de ces industries dépasse les frontières régionales. Par exemple, examinons la concentration de sièges sociaux d'émetteurs de sociétés du secteur des services financiers en Ontario. Les données sur le PIB par province et par industrie révèlent que l'activité du secteur « finances, assurance et immobilier » représente 22 % du PIB de l'Ontario, mais également de 12 % à 23 % du PIB de toutes les autres provinces et des territoires[10]. En conséquence, comme il est indiqué dans la monographie, « il ne serait pas valide de soutenir que les services financiers sont un secteur propre à l'Ontario. En effet, les services financiers revêtent de l'importance pour l'économie de toutes les provinces et aucune province n'a le monopole inhérent de favoriser la croissance générale de ce secteur ou la formation de capital pour ce secteur »[11].

Compte tenu de cette analyse et de nos consultations, nous en sommes venus à la conclusion que très peu de problèmes à caractère vraiment local ou régional se rapportent à l'élaboration des politiques[12]. Les concentrations d'émetteurs dans un certain secteur ont entraîné l'acquisition de compétences sectorielles dans certaines provinces, mais ne prouvent pas l'existence de problèmes locaux et régionaux particuliers. L'Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs (ACPE) soutient cet argument dans son mémoire. La plupart de ses membres ont leur siège à Vancouver ou à Toronto. Malgré ce fait, l'ACPE souligne le caractère national du secteur de l'exploration :

> [Traduction] Nous croyons que le secteur de l'exploration est un secteur national, et ce, pour plusieurs raisons. D'abord, les émetteurs résident essentiellement en Colombie-Britannique et en Ontario, mais il y en a également au Québec, en Alberta, en Saskatchewan et dans les Maritimes. Ensuite, les investisseurs résident surtout en Colombie-Britannique et en Ontario, mais aussi au Québec, en Alberta, en Saskatchewan et dans les Maritimes. Cela signifie que les émetteurs, sans égard à leur lieu de résidence, doivent mobiliser des fonds dans plusieurs provinces ou territoires, en particulier au fur et à mesure que leurs projets avancent. Nous n'acceptons pas la notion selon laquelle certains organismes de réglementation provinciaux devraient être chargés de promouvoir les intérêts de certains secteurs ou de certains émetteurs importants, parce que cela laisse sous-entendre que les autres organismes de réglementation laissent tomber des sociétés ou des investisseurs qui résident dans leur territoire. En outre, nous ne voyons pas pourquoi ces soi-disant questions régionales ne pourraient pas être traitées par les bureaux locaux d'un seul organisme de réglementation ou par le bureau d'un organisme de réglementation unique chargé d'administrer les affaires d'un secteur ou d'un autre groupe d'émetteurs.

L'examen des innovations en matière de réglementation par les organismes de réglementation provinciaux confirme qu'elles n'ont pas été élaborées en réaction à des problèmes purement locaux ou régionaux. En raison de l'indépendance des 13 organismes de réglementation du Canada, chacun a la capacité de mettre en

---

10 Monographie de Poonan Puri, p. 250.

11 *Ibid.*

12 L'application des lois soulève des problèmes locaux et régionaux plus marqués, car les priorités en matière d'application et les politiques administratives peuvent varier d'une région à l'autre selon l'activité boursière. Cette question est traitée de manière plus exhaustive ci-après.

œuvre de nouvelles politiques lorsqu'il le juge opportun. L'avantage de l'expérimentation par une province tient au fait que d'autres administrations peuvent adopter ultérieurement des mesures semblables si celles-ci connaissent du succès. Il existe des exemples de politiques élaborées localement qui ont été adoptées à l'échelle multilatérale ou nationale, comme le programme de l'Alberta intitulé Junior Capital Pool Program[13], les programmes de la Colombie-Britannique et de l'Alberta intitulés System for Shorter Hold Periods with an Annual Information Form[14], et l'instauration de la dispense d'investisseur agréé en Ontario[15].

Toutefois, aucune de ces initiatives stratégiques ne semble avoir été élaborée en réaction à un problème typiquement local ou régional. Une monographie a passé ces initiatives en revue et a fait observer que ces trois politiques élaborées à l'échelon local ont fait l'objet d'une adoption multilatérale ou nationale relativement rapide, qu'elles visaient à apaiser des préoccupations d'investisseurs situés dans tout le pays ou comportaient des règles neutres du point de vue du secteur, permettant aux émetteurs de mobiliser efficacement des capitaux[16].

> Il ne semble pas évident que les petits émetteurs de l'Ontario aient moins besoin de [...] dispenses de mobilisation de capitaux pour réaliser un financement mineur [...] que les petits émetteurs de la C.-B. et de l'Alberta.
>
> *Canadian Listed Company Association*

La monographie a trouvé un seul exemple d'une politique locale qui répondait à un besoin local particulier : la politique locale de la Saskatchewan 45-601, intitulée Community Venture Exemption. La Saskatchewan Securities Commission a élaboré cette politique en 1993. Elle permet aux émetteurs de mobiliser jusqu'à un million de dollars dans une petite région géographique de la Saskatchewan[17] pour financer la création ou le développement d'un « capital de risque local » pouvant offrir des emplois à la collectivité ou assurer son développement économique. Ces dispenses ont été utilisées avec succès par des collectivités rurales de la Saskatchewan pour la mise en place d'exploitations porcines et de terminaux céréaliers locaux. Plus d'une douzaine de gros terminaux céréaliers en Saskatchewan ont entrepris leurs activités grâce à ces dispenses et ont ensuite effectué des émissions par voie de prospectus pour mobiliser des capitaux supplémentaires. La Saskatchewan Financial Services Commission a indiqué que la capacité des agriculteurs de mobiliser des capitaux de manière peu coûteuse aux premiers stades du cycle commercial était directement attribuable à ces dispenses[18].

---

[13] À l'heure actuelle, la Bourse de croissance TSX exploite un programme de société de fonds communs d'immobilisation en Colombie-Britannique, en Alberta, en Saskatchewan, au Manitoba, en Ontario et au Québec.

[14] Maintenant adoptée par tous les organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens autres que le Québec sous le nom de Norme multilatérale 45-102, *Resale of Securities*.

[15] La dispense relative à l'« investisseur agréé » a été instaurée par l'Ontario dans la règle 45-501 de la CVMO, intitulée *Dispenses et placements privés*, en novembre 2001. Une dispense relative à l'investisseur agréé semblable a par la suite été adoptée par la Colombie-Britannique et l'Alberta dans la Norme multilatérale 45-103, intitulée *Capital Raising Exemptions* (NM 45-103), en avril 2002, qui instaurait également d'autres dispenses différentes de celles qui étaient prévues dans la règle 45-501 de la CVMO. En juin 2003, la NM 45-103 a été adoptée par la Saskatchewan, le Manitoba, la Nouvelle-Écosse, Terre-Neuve-et-Labrador, ainsi que par l'Île-du-Prince-Édouard, les Territoires du Nord-Ouest et le Nunavut. De plus, le Nouveau-Brunswick et le Yukon, qui ne possèdent pas le pouvoir d'établir des règles, ont accepté d'étudier des demandes de dispense au cas par cas et de tenir compte des dispositions de la NM 45-103 dans l'exercice de leur pouvoir discrétionnaire, ce qui, à toutes fins pratiques met la NM 45-103 à la disposition de toutes les administrations.

[16] Monographie de Poonan Puri, p. 276.

[17] L'entreprise doit être située dans une collectivité de moins de 5 000 personnes, et les investisseurs doivent être des résidents qui se trouvent dans un rayon de 20 km de la collectivité.

[18] Monographie de Poonan Puri, p. 263.

On peut certes soutenir que lorsqu'une province se sert des lois sur les valeurs mobilières comme outil de promotion du développement économique local, elle tient compte d'un enjeu local et régional particulier, soit les perspectives économiques de la province. Par exemple, une province peut choisir des politiques qui facilitent la formation de capitaux pour essayer de stimuler la croissance économique.

Il existe toutefois un conflit inhérent entre la notion selon laquelle les provinces ont des besoins distincts en matière d'économie et de marchés financiers et les efforts déployés pour harmoniser les lois provinciales sur les valeurs mobilières. Les règles qui régissent le financement par prospectus ont été pour la plupart harmonisées. Les dispenses de mobilisation de capitaux applicables aux prospectus et les exigences en matière d'inscription sont de plus en plus harmonisées[19]. En outre, la Norme multilatérale 45-103 (NM 45-103) a été adoptée récemment par neuf provinces et territoires qui diffèrent sur le plan économique et géographique. Enfin, le projet des ACVM concernant la LUVM cherche à harmoniser les dispenses de mobilisation de capitaux à l'échelle du pays. Fait intéressant, bien que la dispense relative au capital de risque local puisse constituer un exemple d'une province qui utilise ses lois sur les valeurs mobilières pour promouvoir le développement économique local, la Saskatchewan Financial Services Commission est d'avis que les dispenses prévues par la NM 45-103 remplaceront probablement la dispense relative au capital de risque local[20].

Les différences dans les priorités d'application locales peuvent constituer un autre exemple de sensibilité aux problèmes locaux et régionaux particuliers. La recherche a permis de déceler des écarts dans la nature des infractions qui font l'objet d'ordonnances d'exécution d'intérêt public[21]. En outre, des différences ont été constatées entre le Manitoba et l'Ontario dans le genre d'enquêtes poursuivies. Les enquêtes sur les ventes de titres non inscrits forment la catégorie la plus importante au Manitoba, mais cette catégorie se classe seulement septième sur dix en Ontario. Les enquêtes sur les pratiques commerciales abusives occupent le premier rang en Ontario, mais cette catégorie se classe seulement quatrième sur dix au Manitoba[22].

On ne sait pas exactement si ces différences reflètent la sensibilité aux besoins locaux typiques ou si elles sont le résultat d'un manque de coordination des priorités d'application et de l'affectation des ressources. La recherche effectuée par le cabinet Charles River Associates (CRA) a permis de constater que les différences dans les facteurs socio-économiques (comme le revenu disponible par personne, la répartition des bénéfices des investisseurs, en particulier ceux qui sont âgés de plus de 65 ans, et la

---

19 Les différences entre ces dispenses, qui ne sont habituellement pas importantes sur le plan de la politique, donnent lieu à des coûts de conformité superflus. Il en est question à la section « Coûts de conformité », au chapitre trois.

20 Monographie de Poonan Puri, p. 263.

21 Dans la monographie de Mary Condon, les décisions relatives à l'intérêt public prises entre le 1er janvier 2000 et le 30 juin 2003 par la Colombie-Britannique, l'Alberta, l'Ontario et le Québec sont passées en revue, comme le sont les décisions prises entre le 1er janvier 1998 et le 30 juin 2003 par la Saskatchewan, le Manitoba, le Nouveau-Brunswick, la Nouvelle-Écosse et l'Île-du-Prince-Édouard. Au total, 83 décisions sont passées en revue, l'accent étant mis sur trois paramètres : i) le sujet des audiences, ii) le mode de mise en œuvre du concept d'« intérêt public » et iii) la nature spécifique des sanctions infligées. C'est sur le plan de la nature des infractions assujetties à des ordonnances relatives à l'intérêt public que l'écart le plus frappant a été observé. On constate une bonne uniformité entre les provinces au point de vue de l'énoncé de l'« intérêt public », mais certaines différences dans l'application des facteurs contextuels de détermination de la peine.

22 Monographie de CRA, p. 528. Le Manitoba et l'Ontario sont les deux seules provinces pour lesquelles les chercheurs ont été en mesure d'obtenir des données.

répartition des sociétés en fonction de leur taille) parmi les provinces expliquent certaines des différences dans les enquêtes par personne parmi les organismes de réglementation[23]. Ces facteurs peuvent également motiver les différences dans les priorités d'application locales (p. ex., certains genres d'infractions peuvent être plus courants dans certaines administrations en raison d'activités de marchés financiers précises)[24]. Dans sa monographie, CRA fait également observer qu'il importe que :

> La mesure dans laquelle les *exigences* en matière d'application diffèrent à l'échelon régional constitue une question distincte de la question de savoir si une *activité* d'application efficace doit être mise en œuvre localement. Les deux questions sont souvent combinées. On accepte généralement que la mise en œuvre d'un régime d'application efficace nécessite une présence locale. Il reste à déterminer dans quelle mesure les priorités d'application devraient différer entre régions, de telle sorte que des règles et des règlements différents sont requis[25].

La capacité de tenir compte des intérêts locaux et régionaux particuliers constitue un point fort du régime actuel. Nous croyons toutefois que ce point fort n'est pas aussi significatif que le prétendent les personnes en faveur de ce régime.

Innovation

Certains commentateurs prétendent que l'existence d'organismes de réglementation multiples favorise l'innovation en matière de réglementation. Dans son mémoire, la BCSC fait observer que de nouvelles idées sont mises à l'essai et obtiennent un résultat favorable dans une ou plusieurs administrations, puis s'étendent à d'autres, pour finalement devenir le centre de l'harmonisation. Comme nous en avons discuté précédemment, le programme intitulé Junior Capital Pool Program de l'Alberta et les programmes System for Shorter Hold Periods with an Annual Information Form de la Colombie-Britannique et de l'Alberta, de même que l'instauration de la dispense d'investisseur accrédité en Ontario, sont des politiques mises en œuvre dans une administration, qui ont ensuite été adoptées ailleurs.

Nous croyons que le potentiel d'innovation est crucial pour tout régime de réglementation. De fait, il faudrait rappeler explicitement aux organismes de réglementation que l'innovation fait partie de leur mandat. Le régime actuel a mené à un certain nombre d'innovations, mais son dossier en la matière est mitigé. Premièrement, il y a relativement peu de cas où des innovations locales ont été ensuite adoptées à l'échelle nationale. Deuxièmement, le coût inévitable de l'innovation locale est la fragmentation de la

---

[23] CRA s'est servi des analyses de régression pour cerner et isoler l'effet de divers facteurs d'influence sur l'activité d'application dans les provinces et dans plusieurs États américains. Dans l'ensemble, les estimations du coefficient indiquent que l'application des lois réagit aux différences régionales dans les facteurs socio-économiques, et ce, de manière prévisible dans les deux pays. Toutefois, le lien entre les différences dans les facteurs socio-économiques et l'activité d'application est plus fort aux États-Unis qu'au Canada. Selon CRA, ce phénomène peut être attribuable à la fonction centralisatrice de la SEC, qui permet aux commissions des États de cibler les activités très propres à un État. Monographie de CRA, p. 540-541.

[24] CRA émet l'hypothèse que les différences dans les priorités d'enquête au Manitoba et en Ontario reflètent les différences entre les deux marchés : « L'Ontario compte un grand nombre de sociétés publiques, dont la majeure partie sont de taille appréciable, et touche des revenus plus élevés qui suscitent davantage d'activité d'investissement et d'occasions d'inconduite comme les opérations d'initiés. Le Manitoba est une province beaucoup plus petite qui doit par conséquent faire face à des problèmes qui sont plus susceptibles de survenir dans de plus petites sociétés, comme la vente de titres non inscrits. » Monographie de CRA, p. 528.

[25] Monographie de CRA, p. 506 (c'est l'auteur qui souligne).

réglementation, qui augmente les frais de conformité durant toute la période nécessaire pour faire adopter la nouvelle règle ou politique à l'échelle nationale. Troisièmement, l'innovation se bute parfois à des obstacles car les efforts d'harmonisation ont été conçus de façon à produire une solution acceptable pour tous les organismes de réglementation. Cela peut avoir pour effet de diluer ou d'étouffer les formules de réglementation qui pourraient être innovatrices.

Sommaire des points forts

Les principaux points forts du régime actuel sont la proximité entre organismes de réglementation et participants aux marchés financiers dans chaque administration et l'acquisition de compétences dans certains secteurs industriels précis.

Le régime actuel tire profit, d'une certaine façon, de l'innovation découlant de l'existence de multiples organismes de réglementation qui sont libres de donner suite à leurs propres politiques. Il en va de même de la sensibilité aux problèmes locaux et régionaux, bien que nous soyons d'avis que ce point fort est quelque peu exagéré. D'après les renseignements existants, ce qui peut sembler s'avérer des solutions à des problèmes locaux et régionaux particuliers s'apparente plus souvent à des solutions à des problèmes qui dépassent les frontières provinciales, à l'exception peut-être de l'établissement de certaines priorités d'application.

Nous constatons qu'aucun de ces points forts n'est propre au régime actuel et que chacun d'entre eux peut et devrait être conservé dans la nouvelle structure de réglementation, quelle qu'elle soit.

CHAPITRE trois

Points faibles de la structure actuelle

Le Comité a entendu toute une série de récriminations au sujet du régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada. L'application des lois et la protection des investisseurs au Canada manquent de rigueur et d'uniformité. Les auteurs de méfaits demeurent trop souvent impunis et les règlements de différends sont indûment retardés. L'élaboration des politiques est lente et rigide. La nécessité d'un consensus se traduit souvent par un manque d'uniformité, par une réglementation excessive ou par une paralysie sur le plan des politiques. Le régime est trop coûteux et inefficace, et fait double emploi. Le fardeau de la réglementation nuit à la formation de capitaux. La complexité de la réglementation mine la compétitivité du Canada à l'échelle internationale. Il manque au Canada un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique, chargé de faire valoir l'intérêt national.

Comme nous l'avons fait en examinant les points forts du régime, nous avons analysé avec soin les soi-disant faiblesses afin de déterminer si elles existent vraiment et quelle est leur importance.

> Le régime plurigouvernemental est rempli de chevauchements et d'inefficacités.
>
> *Nexen Inc.*
> *Calgary (Alberta)*

Application des lois

L'une des critiques principales du régime actuel, et qui compte parmi les plus souvent formulées, est que le Canada ne veille pas à l'application efficace de ses lois sur les valeurs mobilières, par rapport, en particulier, aux États-Unis.

Environ 50 % des répondants au sondage que l'AIMR a mené auprès de ses membres ont affirmé que l'équité, l'uniformité et la vigueur de l'application au Canada sont mauvaises ou très mauvaises[1]. Le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario critique également le processus d'application. En effet, il fait observer, dans son mémoire, que les activités d'application relatives à des questions importantes prennent généralement beaucoup de temps, traînent en longueur et montrent peu de progrès apparents vers la quête d'un règlement. La récrimination que nous avons entendue le plus souvent des petits investisseurs était que le régime d'application actuel est inadéquat et ne protège pas leurs intérêts.

[1] Mémoire de l'AIMR présenté au CPA.

CHAPITRE

Le caractère adéquat de l'application des lois par le Canada est sérieusement remis en question depuis un certain temps déjà. Les critiques ont pris de l'ampleur après la vague de scandales aux États-Unis mettant en cause des sociétés comme Enron, WorldCom et Tyco. Au Canada, un certain nombre de scandales financiers très publicisés sont également survenus. On n'a qu'à penser à Bre-X et à la fraude massive alors commise. Tant au Canada qu'à l'étranger, on estime que des fautes graves demeurent trop souvent impunies au Canada.

> La plus grande lacune du régime de réglementation est qu'il ne protège pas les investisseurs [...]. Il y a plus de bureaucratie que jamais et absence d'application véritable! Les escrocs vont rarement en prison...
>
> *Jarislowsky Fraser Limitée*
> *Montréal (Québec)*

Les législateurs et les organismes de réglementation provinciaux et fédéraux ont pris des mesures pour apaiser ces préoccupations. L'Ontario a récemment modifié sa législation sur les valeurs mobilières pour créer de nouvelles infractions, alourdir les pénalités et conférer des pouvoirs supplémentaires à la CVMO[2]. Le gouvernement fédéral a proposé des amendements au *Code criminel* qui créeraient de nouvelles infractions et alourdiraient les pénalités applicables aux infractions existantes de fraudes en valeurs mobilières. Il a injecté 120 millions de dollars d'argent neuf sur les cinq prochaines années en vue de constituer des équipes d'enquête spécialisées possédant des compétences dans le domaine des marchés financiers. Un groupe de travail sur le délit d'initié composé de représentants de la CVMO, de la BCSC, de l'Alberta Securities Commission (ASC), de la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ), de l'ACCOVAM, de la Bourse de Montréal et de SRM, a récemment publié un rapport renfermant un ensemble de recommandations visant à lutter contre le délit d'initié[3].

Ces nouveautés sont positives. Cependant, le régime actuel se bute à un problème de limites de structures qu'il faut régler. Ce sont i) l'affectation inefficace de ressources, ii) des problèmes de coordination des poursuites entamées par plusieurs administrations et iii) une variation injustifiée des priorités d'application et des protections statutaires des investisseurs.

---

2 *Loi de 2002 sur le respect de l'engagement d'assurer une économie saine (mesures budgétaires).*

3 Insider Trading Task Force, *Illegal Insider Trading in Canada: Recommendations on Prevention, Detection and Deterrence* (2003) (Rapport du Insider Trading Task Force).

Affectation inefficace des ressources

Les États-Unis affectent à l'application une proportion beaucoup plus élevée de leurs ressources de réglementation que le Canada. Le budget d'application de la SEC représente environ 29 % de son budget total[4]. En comparaison, la Colombie-Britannique, l'Alberta, le Québec et l'Ontario consacrent chacune entre 13 % et 19 % de leur budget respectif à l'application[5].

La disparité dans l'affectation de ressources à l'application transparaît dans l'activité d'application au Canada et aux États-Unis. Des études ont révélé que l'application est beaucoup plus stricte aux États-Unis, surtout en ce qui a trait aux délits d'initié[6]. Une récente étude ayant examiné attentivement le mouvement du prix des actions avant les opérations de fusions et d'acquisitions a fait état de l'application peu rigoureuse, par le Canada, des dispositions en matière de délits d'initiés. L'étude a montré que les bénéfices réalisés par des initiés d'une société au Canada avant l'annonce d'acquisitions sont les plus élevés parmi les 52 pays étudiés[7].

Comme il en sera question en détail plus loin dans la section intitulée « Coûts de chevauchement », la rationalisation de la structure de réglementation des valeurs mobilières au Canada permettrait de réaliser des économies considérables. Si certaines de ces économies étaient consacrées à l'application, le Canada pourrait améliorer considérablement son rendement dans ce domaine.

> L'application des lois par un organisme de réglementation centralisé éviterait les chevauchements d'effectifs et de ressources.
>
> *Phillips, Hager & North Investment Management Ltd.*
> *Vancouver (Colombie-Britannique)*

4 Monographie de CRA, p. 517. Le calcul est basé sur le nombre total d'employés qui se consacrent à l'application par rapport au nombre total d'employés.

5 *Ibid.*

6 William J. McNally et Brian F. Smith, « Do Insiders Play by the Rules? », *Canadian Public Policy*, vol. 29, nº 125 (2003), p. 138.

7 Arturo Bris, « Do Insider Trading Laws Work? » (Document de travail, février 2003), p. 13. Dans le rapport du Insider Trading Task Force (p.4), il est mentionné que le groupe de travail souligne qu'il a été mis sur pied à la suite de préoccupations soulevées par ses organismes de réglementation participants, soit que le public a l'impression que le délit d'initié est répandu et qu'il augmente sur les marchés canadiens et que, même si de nombreux soupçons de délit d'initié sont signalés grâce à la surveillance des marchés, bien peu de mesures d'application ont porté fruit.

Un régime d'application plus centralisé permettrait le perfectionnement et le déploiement d'employés spécialisés à la grandeur du pays. Le Comité a souvent entendu les mêmes commentaires au sujet de la nécessité d'une spécialisation accrue à toutes les étapes du processus d'application – l'enquête, la poursuite et la décision – afin de lutter contre la complexité croissante des infractions en matière de valeurs mobilières. Une application plus centralisée et une spécialisation plus poussée donneraient également lieu à une meilleure protection des investisseurs dans tout le pays[8].

Problèmes de coordination

Chaque organisme de réglementation est chargé de veiller à l'application de ses propres lois provinciales ou territoriales sur les valeurs mobilières. Toutefois, les problèmes d'application dépassent souvent les frontières provinciales. Il faut donc coordonner les efforts d'application déployés par de multiples organismes de réglementation.

Les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières collaborent habituellement bien ensemble dans les domaines de l'application et de la conformité. Les services de conformité des organismes de réglementation partagent l'information dans le cadre des examens des personnes inscrites et des émetteurs. Toutefois, des problèmes de coordination peuvent ralentir de beaucoup les examens de conformité.

Les procédures d'enquête et d'application peuvent également être entravées si les administrations ne collaborent pas. En vertu de la législation actuelle, l'administration qui fait enquête doit obtenir l'aide des autres administrations pour utiliser les mécanismes de contrainte légale de celles-ci afin de recueillir des éléments de preuve dans ces autres administrations. En outre, les organismes de réglementation provinciaux ne peuvent contraindre un témoin d'une autre administration à comparaître. Les participants aux marchés financiers peuvent exploiter ces limites entre administrations pour éviter ou retarder les enquêtes et les procédures. La CVMO fait observer dans son mémoire que :

> [Traduction] La complexité croissante des opérations financières signifie que les activités accomplies entre les administrations deviennent la règle plutôt que l'exception. Il arrive que les entreprises d'envergure nationale invoquent le régime de réglementation fragmenté pour ne pas collaborer aux enquêtes de la commission.

En outre, lorsque l'auteur d'une infraction se fait interdire de participer aux marchés financiers d'une administration, il peut passer à une autre administration et tenter de continuer à y exercer ses activités. Pour que l'auteur de l'infraction soit frappé d'une interdiction dans d'autres administrations, des ordonnances distinctes doivent être rendues. Cela contribue à la perception selon laquelle les auteurs de méfaits demeurent trop souvent impunis dans le régime actuel.

[8] Par exemple, si une administration en particulier avait des compétences spécifiques (p. ex., dans le domaine des enquêtes sur les abus en matière de constatation de produits), on pourrait avoir recours à son personnel pour intenter des poursuites à l'échelle nationale.

La possibilité d'enquêtes et de mesures d'application multiples par des organismes de réglementation différents à l'égard du même défendeur constitue un autre point faible du régime actuel. L'affaire de délit d'initié portant sur des opérations boursières qui auraient été effectuées dans le cadre d'une offre publique d'achat de Doman Industries Limited et ayant entraîné un chevauchement des instances en Colombie-Britannique et en Ontario illustre les difficultés éprouvées. Les affaires Cartaway Resources Corporation et Yorkton Securities constituent deux autres exemples récents de procédures multiples par des organismes de réglementation différents.

Les organismes de réglementation ont récemment apporté des améliorations importantes au chapitre de la coordination et de la coopération entre eux et les OAR[9]. Aujourd'hui, le nombre d'affaires poursuivies simultanément par plus d'un organisme de réglementation est évalué à moins de 5 % du total, bien que les chevauchements soient le plus fréquents dans les affaires très publicisées[10]. La coordination est généralement exécutée grâce à la nomination d'un organisme de réglementation principal (sur une base informelle et coopérative), qui a la responsabilité principale de l'affaire, des enquêtes ou audiences conjointes ou de la division de l'enquête[11].

Dans le cadre de la préparation de sa monographie, CRA a consulté un certain nombre d'avocats plaidants en valeurs mobilières relativement aux procédures multiples. Tous reconnaissent les progrès réalisés par les organismes de réglementation et les OAR en ce qui a trait à la coordination de leurs efforts. Toutefois, malgré ces améliorations, ils font observer que la multiplicité des organismes de réglementation continue d'ajouter des coûts et des retards superflus au processus d'application. Par exemple, les parties faisant l'objet d'une enquête ne possèdent pas la garantie qu'un règlement convenu avec l'organisme de réglementation principal sera acceptable pour les autres organismes de réglementation[12].

Ces problèmes de coordination sont coûteux et inefficaces, et restreignent la capacité des organismes de réglementation d'appliquer efficacement les lois[13]. Les enquêtes et les procédures multiples, en plus de consommer des ressources déjà limitées, peuvent également entraîner des injustices pour les défendeurs.

---

9 Par exemple, la BCSC rapporte qu'elle tient des rencontres mensuelles avec des représentants de l'ACCOVAM, de la Bourse de croissance TSX et de SRM. Elle tient également des réunions trimestrielles avec des représentants du Service de police de Vancouver, de la GRC et d'Industrie Canada. De plus, des conférences téléphoniques mensuelles et des réunions semestrielles ont lieu avec les divisions chargées de l'application des organismes de réglementation des valeurs mobilières pour discuter de questions d'intérêt. SRM communique beaucoup avec les organismes de réglementation et l'ACCOVAM et remet un rapport mensuel aux commissions qui la reconnaissent, rapport dans lequel elle décrit toutes les enquêtes et les poursuites entreprises et terminées. Monographie de CRA, p. 506.

10 *Ibid.*, p. 506.

11 *Ibid.*, p. 547.

12 *Ibid.*, p. 547-548. CRA a interviewé des avocats-conseil principaux en valeurs mobilières des cabinets suivants : Blake, Cassels & Graydon s.r.l.; Borden Ladner Gervais s.r.l.; Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.; Groia & Company Lawyers; McCarthy Tétrault s.r.l.; Ogilvy Renault; Torys LLP et WeirFoulds LLP.

13 L'enquête au sujet de Cartaway Resources Corporation illustre bien certains de ces problèmes. Dans cette affaire, les enquêtes ont été lancées par la BT, l'ASC, l'Alberta Stock Exchange, la BCSC et le Vancouver Stock Exchange.

Priorités et protection de l'investisseur incohérentes

L'écart injustifié entre les provinces et les territoires sur le plan des priorités en matière d'application et des protections statutaires est un autre point faible du régime actuel. Comme il en a été question précédemment, on ne sait pas vraiment dans quelle mesure les différences au chapitre des priorités d'application à l'échelle du Canada reflètent les enjeux locaux ou régionaux particuliers. On peut toutefois présumer, sans se tromper, que certaines différences peuvent être justifiées par des besoins locaux différents; cependant, toutes les différences ne le sont pas.

Les différences notées dans les dispositions d'application prévues par la loi se traduisent par des niveaux différents de protection des investisseurs dans l'ensemble du pays. On constate une certaine incohérence dans les pouvoirs d'application et dans les sanctions entre les provinces. Les organismes de réglementation en Colombie-Britannique, en Saskatchewan et en Nouvelle-Écosse ont la capacité de rendre des ordonnances de conformité, tandis que les organismes de réglementation des autres provinces et des territoires peuvent seulement rendre des ordonnances exigeant la conformité à une partie précise de la législation sur les valeurs mobilières. De même, certains organismes ont le pouvoir d'ordonner un dédommagement, une restitution ou une indemnité, ou les trois, aux investisseurs et d'imposer des amendes administratives[14]. Comme le fait observer le cabinet d'avocats Osler, Hoskin & Harcourt dans son mémoire, il en résulte que la même conduite peut entraîner des sanctions très divergentes, selon l'administration dans laquelle elle a eu lieu et dans laquelle elle fait l'objet d'une poursuite.

> Pourquoi les Canadiens d'une province devraient-ils être régis par des normes de protection législative des investisseurs différentes de celles d'une autre?
>
> *L'Office d'investissement du régime de pensions du Canada*

Les différences régionales en matière d'application résultent également de budgets d'application et de niveaux de compétence divers parmi les organismes de réglementation. Robert MacLellan, ancien président de la Nova Scotia Securities Commission et ancien vice-président des ACVM, mentionne dans son mémoire que l'écart dans les ressources d'application diminue la protection des investisseurs. Il indique par ailleurs que si un organisme de réglementation local ne dispose pas des ressources pour assurer la conformité à la loi et la faire observer, les droits des investisseurs ne sont vraiment que théoriques.

> Du point de vue de la conformité, l'écart dans les ressources entre les provinces signifie que les provinces de l'Atlantique disposent de moins de personnel pour surveiller l'industrie et sont plus lentes à faire des modifications législatives pour régler les nouveaux problèmes de conformité. Cette situation favorise la recherche d'une meilleure tribune par les intervenants marginaux de l'industrie.
>
> *Eddy & Downs*
> *Fredericton (Nouveau-Brunswick)*

* * *

[14] Les différences entre les pouvoirs d'application des administrations sont exposées en détail dans l'Ébauche aux pages 55 à 58 et comprennent les différences dans les activités interdites; les ordonnances d'enquête; les pouvoirs d'ordonner la production de documents à des fins d'enquête; les pouvoirs de fouille, de saisie et de perquisition; la confidentialité des enquêtes; les rapports à un ministre et le pouvoir d'un ministre d'ordonner une enquête; les règles et les procédures relatives aux audiences conjointes. Voir également les tableaux dans la monographie de Mary Condon, p. 492-494.

Nous croyons que l'application inadéquate est l'un des principaux points faibles du régime actuel. Les ressources consacrées à l'application ne sont pas affectées efficacement. Les problèmes de coordination peuvent à la fois entraver les enquêtes et entraîner une multiplicité de procédures, ce qui mène à d'autres inefficacités et à des injustices possibles pour les défendeurs. La protection des investisseurs souffre d'un manque d'uniformité. Rien ne justifie, légitimement, que la protection des investisseurs diffère selon la province où ils résident.

Élaboration des politiques

On dit fréquemment que l'élaboration des politiques sous le régime actuel est lente et fragmentée. Les ACVM font observer, dans l'ébauche portant sur la législation uniforme en valeurs mobilières au Canada, qu'à l'heure actuelle, il faut parfois plusieurs années pour modifier toutes les lois sur les valeurs mobilières au Canada, compte tenu des divers calendriers législatifs[15]. Elles mentionnent les modifications Zimmerman apportées aux règles régissant les offres publiques d'achat qui recommandaient, notamment, que la période de dépôt minimale applicable à une offre publique d'achat soit portée de 21 à 35 jours et qu'il soit possible de lancer une soumission par le truchement de la publicité. Il a fallu quatre ans pour mettre ces modifications en œuvre dans l'ensemble du pays, même si elles n'étaient pas controversées et même si elles ont été acceptées par toutes les administrations[16].

Compte tenu des retards liés à l'adoption des lois, la plupart des provinces disposent maintenant d'un pouvoir d'établissement des règles, qui permet aux organismes de réglementation d'établir dans certains domaines particuliers des règles qui ont le même effet que la loi. Bien que le processus d'établissement de règles soit plus rapide que le processus législatif, il est frappé des mêmes problèmes.

> ...le régime fragmenté de réglementation des valeurs mobilières actuel s'est révélé tout à fait incapable d'actualiser les règles en temps opportun dans un marché mondial qui se caractérise par une évolution rapide.
>
> *Conseil canadien des chefs d'entreprise*

Le Rapport Crawford fait observer qu'il faut généralement au moins 18 mois pour mettre en œuvre une initiative relative aux règles de portée multilatérale des ACVM[17]. Les politiques et les règles canadiennes ne peuvent être élaborées et mises en œuvre rapidement, étant donné que 13 organismes de réglementation doivent d'abord convenir de l'orientation stratégique, puis des exigences particulières. Chaque administration doit ensuite mener son propre processus d'approbation, qui comprend des périodes réservées à la formulation de commentaires. Certaines administrations exigent une approbation ministérielle. Il arrive qu'une province décide de ne pas participer à l'initiative, même si l'on a consacré du temps à tenter de tenir compte des intérêts de cette province.

> Nos membres sont découragés lorsqu'ils envisagent le temps nécessaire pour que la réforme de la réglementation ait lieu au niveau de l'ACCOVAM.
>
> *Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs*

---

15 Ébauche, p. 5.

16 *Ibid.*

17 Rapport Crawford, p. 76.

Malgré la création récente, par les ACVM, du Comité de coordination de la réglementattion et la constitution d'un secrétariat permanent en vue d'accélérer le processus d'élaboration des politiques, on ne sait pas clairement si ces mesures se solderont par une amélioration importante, étant donné que les 13 organismes de réglementation doivent quand même dégager un consensus.

Compte tenu du rythme accéléré des changements qui touchent les marchés financiers, les organismes de réglementation doivent être en mesure de réagir rapidement aux nouveaux défis. On craint que le régime actuel du Canada ne puisse réagir efficacement. Non seulement le processus d'élaboration des politiques est lent, mais il peut, en plus, compromettre la qualité de l'élaboration des politiques. Comme Robert MacLellan le mentionne dans son mémoire :

> [Traduction] Ces dernières années, les organismes de réglementation des principales administrations ont connu une divergence au chapitre de leurs principes de réglementation. C'est particulièrement manifeste dans l'initiative de la BCSC, dans les propositions de l'ASC en vue d'établir une distinction entre la réglementation des titres de rang inférieur et la réglementation des titres de rang supérieur, et dans l'approche de la CVMO en matière d'application des principes Sarbanes-Oxley au Canada [...]. Ce conflit mène à des solutions de compromis, retarde la découverte de solutions, entraîne une imprévisibilité des solutions ou, dans certains cas, l'absence de celles-ci. Cette situation n'inspire pas la confiance dans le marché qui est primordiale à une réglementation saine.

M. MacLellan fait également ressortir qu'en raison du régime fragmenté du Canada, les organismes de réglementation doivent consacrer beaucoup d'énergie et de ressources à élaborer des théories d'établissement de rapports entre eux; cette énergie et ces ressources pourraient être consacrées de façon plus profitable au règlement des problèmes auxquels sont confrontés les marchés financiers.

Edward Waitzer, ancien président de la CVMO, exprime dans son mémoire des frustrations semblables relativement à un processus d'élaboration des politiques fondé sur l'harmonisation par le truchement de concensus :

> [Traduction] Historiquement, l'harmonisation a été considérée comme la solution à un régime fragmenté [...] mais, de nos jours, on la perçoit généralement comme un obstacle au progrès dans la mesure où elle mène à des normes fondées sur un consensus, plutôt que sur ce qui est correct, ce qui fait qu'elle empêche une intégration plus significative et approfondie et, dans la mesure où elle n'est pas totalement réalisée, elle nécessite constamment des compromis (et diminue la confiance du public dans l'intégrité du cadre de réglementation).

La réaction du Canada à la loi américaine intitulée *Sarbanes-Oxley Act of 2002* illustre ce problème. Après environ un an de discussions et d'examen, les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières[18] ont réagi en élaborant trois normes multilatérales qui devraient prendre effet au début de 2004[19]. Malgré cet effort, ils ne sont pas parvenus à dégager un consensus, la BCSC ayant décidé de ne pas mettre en œuvre ces normes.

Outre le défaut d'atteindre l'uniformité, certains prétendent que la réaction du Canada a été trop lente. D'autres soutiennent que l'approche préconisée par le Canada, qui dispense les plus petites sociétés de certaines des exigences de gouvernance les plus rigoureuses, est supérieure aux normes américaines adoptées à la hâte et est le produit d'un processus d'élaboration des politiques davantage axé sur la collaboration et plus longuement réfléchi.

Sans commenter le bien-fondé de ces arguments, il est clair qu'une structure de réglementation bien conçue doit donner aux organismes de réglementation la capacité d'agir rapidement et leur attribuer le crédit d'avoir la sagesse d'agir lentement, s'il y a lieu. Le régime de réglementation actuel du Canada peut agir lentement, mais ne peut faire preuve de célérité.

> Un organisme de réglementation unique devrait également être investi du pouvoir de prendre des règlements plutôt que de s'en remettre aux lois sur les valeurs mobilières harmonisées, qui sont inévitablement désynchronisées, ou à des négociations chronophages entre les administrations publiques pour dégager un consensus.
>
> *Groupe Financier Banque TD*

La nature décentralisée de la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada rend plus difficile la coordination des efforts avec d'autres organismes de réglementation importants du secteur financier comme le Bureau du surintendant des institutions financières (qui a pour mandat de protéger la sécurité et la santé du système financier) et la Banque du Canada (qui assume un rôle de supervision et de service à l'égard des systèmes de compensation). De nombreuses maisons de courtage font maintenant partie intégrante des institutions financières internationales. L'efficacité de la réglementation est de plus en plus fonction du partage de l'information et d'une collaboration étroite entre les organismes de réglementation au sein de chaque pays et à l'échelle internationale. La fragmentation de la réglementation et les préoccupations des administrations publiques peuvent entraver le partage d'information et la collaboration nécessaires. Dans un tel contexte, il est plus difficile de réglementer les institutions financières au jour le jour; par ailleurs, un telle situation pourrait avoir de profondes répercussions sur la capacité du Canada de réagir à un grave choc du système financier[20].

---

[18] La réaction du Canada à la loi Sarbanes-Oxley comportait un effort conjoint des organismes de réglementation des valeurs mobilières provinciaux, des organismes fédéraux chargés de l'élaboration des politiques financières et des organismes d'établissement de normes nationales.

[19] Ce sont la Norme multilatérale 52-108, *Auditor Oversight*, la Norme multilatérale 52-109, *Certification of Disclosure in Companies' Annual and Interim Filings* et la Norme multilatérale 52-110, *Audit Committees*.

[20] Les États-Unis ont constitué le groupe de travail du président sur les marchés financiers, qui regroupe entre autres le secrétaire du Trésor et les présidents de la SEC, de la Federal Reserve et de la Commodity Futures Trading Commission. Ce groupe a collaboré à des initiatives stratégiques importantes, comme la *Gramm-Leach-Bliley Act of 1999*, qui abrogeait des dispositions importantes de la *Steagall Act of 1993*, laquelle séparait les secteurs des banques, des assurances et des valeurs mobilières. Au Canada, le Comité consultatif supérieur (CCS), présidé par le sous-ministre fédéral des Finances, offre une tribune de discussion entre le Bureau du surintendant des institutions financières, la Banque du Canada, la Société d'assurance-dépôts du Canada et l'Agence de la consommation en matière financière du Canada. Même si d'autres parties peuvent être invitées à participer au processus, aucun représentant permanent des marchés financiers du Canada ne participe au CCS.

La capacité du régime actuel de réagir sur le plan politique pose un autre problème, à savoir le défaut de profiter efficacement du partage de connaissances entre les administrations ou de tirer profit des compétences régionales existantes. En raison de la fragmentation et des chevauchements qui caractérisent le régime, les organismes de réglementation ayant des compétences communes ne collaborent pas toujours aux initiatives stratégiques. Résultat, la réglementation est de qualité moindre et l'innovation, moins présente.

Les coûts

Ce sont à la fois le contenu de la réglementation et la structure du régime de réglementation actuel qui sont à l'origine des coûts. On entend de plus en plus de plaintes selon lesquelles ces deux types de coûts sont excessifs. Le plan stratégique 2002-2005 des ACVM fait observer que :

> La lourdeur de la réglementation, entrave à la compétitivité des participants au marché canadien, est attribuable : 1. aux différences entre les exigences réglementaires des territoires; 2. aux processus décisionnaires distincts des territoires; 3. au nombre et à la complexité des exigences réglementaires[21].

Notre mandat se limite à recommander la meilleure structure de réglementation des valeurs mobilières pour le Canada. Par conséquent, nous nous concentrons sur les coûts supplémentaires attribuables à la structure du régime de réglementation au Canada et non sur le contenu de la réglementation elle-même.

Il est crucial que les émetteurs canadiens et les marchés financiers canadiens soient concurrentiels à l'échelle de l'Amérique du Nord. Des administrations, des lois et des organismes de réglementation multiples nuisent aux marchés financiers canadiens à cause des ajouts de coûts et des retards créés.

Encana Corporation
Calgary (Alberta)

Notre recherche a permis de définir trois catégories de coûts supplémentaires : i) les coûts de chevauchement de la structure de réglementation, ii) les coûts de conformité accrus pour les émetteurs et les intermédiaires et iii) les coûts de renonciation que doivent acquitter les émetteurs, les intermédiaires et les investisseurs, qui découlent de possibilités d'investissement manquées. Nous étudierons à tour de rôle chaque catégorie, puis nous nous pencherons sur leurs répercussions cumulatives sur les marchés financiers.

Coûts de chevauchement

Treize organismes de réglementation différents engagent 13 séries différentes de coûts fixes et variables. Chaque organisme de réglementation a des employés et des bureaux distincts, ainsi que des services des ressources humaines, des services de la comptabilité et des plateformes technologiques séparés. Ce dédoublement entraîne des coûts superflus et une affectation inefficace des ressources.

[21] Plan stratégique 2002-2005 des ACVM.

Dans deux études, l'une parrainée par l'ACCOVAM et l'autre par le Comité, CRA a mesuré les économies au titre des budgets de fonctionnement des commissions qui découleraient de l'adoption, par le Canada, d'un organisme de réglementation unique.

CRA a étudié le lien qui existe entre les budgets de fonctionnement de 2002 des commissions et la taille du marché, mesurée en fonction du PIB. On a eu recours à une analyse de régression pour évaluer les économies pouvant résulter du regroupement. Dans le cadre de cette analyse, CRA a supposé l'existence d'un organisme de réglementation unique dont le siège social se trouve en Ontario et dont les bureaux régionaux sont situés en Colombie-Britannique, en Alberta, au Manitoba, au Québec et en Nouvelle-Écosse[22].

Dans l'éventualité où les 13 organismes de réglementation étaient ainsi regroupés en un organisme de réglementation unique, CRA estime que les économies budgétaires totales découlant de la rationalisation de la structure de réglementation actuelle seraient de 46,7 millions de dollars, soit 36,5 % des budgets de fonctionnement totaux de 2002, qui s'élèvent à 127,8 millions de dollars[23].

La valeur actualisée de ces économies est de près d'un milliard de dollars[24].

Ces économies seraient encore plus élevées si les avantages financiers découlant de coûts de conformité et de substitution moindres étaient inclus dans le calcul. Ces questions sont abordées de manière plus exhaustive ci-après[25].

Bref, si le Canada décidait de rationaliser sa structure de réglementation des valeurs mobilières, il pourrait disposer du même niveau de réglementation à un coût beaucoup moindre, ou d'une bien meilleure réglementation au même coût.

---

22 Monographie de CRA, p. 556.

23 *Ibid.* p. 557. Les économies de coûts annuelles totales constatées dans l'étude de l'ACCOVAM étaient de 40,1 millions de dollars, soit un peu moins que celles exposées dans la monographie de CRA. La différence entre les deux études est partiellement imputable à la séparation, par CRA dans sa monographie, des données entre les volets d'application et de non-application, ainsi qu'à une spécification quelque peu différente et à des données différentes.

24 Taux d'actualisation de 5 %.

25 CRA a constaté que des économies supplémentaires seraient réalisées si l'organisme de réglementation unique fonctionnait selon un régime de recouvrement des coûts, dans le cadre duquel les revenus annuels totaux correspondraient au budget de fonctionnement de l'organisme de réglementation unique (Étude de l'ACCOVAM, p. vi). Cette hypothèse est raisonnable. Nous croyons que les commissions des valeurs mobilières ne devraient pas être gérées comme des centres de profit pour les gouvernements provinciaux, car cela équivaudrait à un impôt pour les participants aux marchés financiers. En 2002, les 13 organismes de réglementation ont perçu un total d'environ 196,8 millions de dollars en revenus, qui provenaient pour la plupart de droits. Si les revenus avaient correspondu au budget de fonctionnement estimatif d'un organisme de réglementation unique, soit 81,1 millions de dollars, selon le calcul ci-dessus, des économies annuelles totales de 115,7 millions de dollars auraient pu être réalisées en éliminant les dédoublements de réglementation et les revenus non liés aux coûts réels. Cela représente le montant de l'excédent entre le revenu de 2002 et le budget de fonctionnement estimatif d'un organisme de réglementation unique. Ce montant de 115,7 millions de dollars correspond aux économies annuelles de 69 millions, qui s'ajoutent aux économies budgétaires de 46,7 millions découlant de la rationalisation de la structure de réglementation actuelle selon le schéma décrit ci-avant. Mentionnons que ce calcul ne tient pas compte des changements récents que l'Ontario et le Québec ont apportés à leur structure de droits.

Coûts de conformité

Nous avons reçu de nombreux mémoires de la part d'émetteurs et de personnes inscrites qui expriment leurs préoccupations au sujet des coûts de conformité excessifs et superflus qui leur sont imposés par le régime actuel. Les émetteurs et les personnes inscrites assument des coûts de conformité accrus en raison de la multiplicité des organismes de réglementation des valeurs mobilières et des lois et pratiques administratives divergentes en la matière. Ces intervenants doivent être au fait de la loi applicable dans chaque administration dans laquelle ils exercent ou entendent exercer leurs activités[26]. Ils doivent également déposer des formulaires auprès d'organismes de réglementation multiples et leur verser des droits relativement à diverses opérations, processus qui entraîne des coûts de consultation supplémentaires[27].

> Les sociétés canadiennes inscrites à la cote de la bourse estiment que le fardeau des chevauchements, des dédoublements et de la fragmentation de la réglementation représente l'un des plus gros problèmes auxquels elles sont confrontées.
>
> *Chambre de Commerce du Canada*

Voici trois exemples manifestes de différences entre les lois provinciales sur les valeurs mobilières qui font augmenter les coûts de conformité : les exigences d'inscription, les dispenses de placement privé et les règles interdisant la revente de titres vendus initialement aux termes d'une dispense de prospectus. Ces trois domaines revêtent une importance cruciale, car ils régissent qui peut faire le commerce des valeurs mobilières, la manière dont les fonds peuvent être mobilisés dans le privé et les circonstances dans lesquelles les valeurs mobilières achetées aux termes d'une dispense peuvent être revendues.

La législation sur les valeurs mobilières de chacune des provinces prévoit qu'une personne ne peut faire le commerce de valeurs mobilières, souscrire des émissions de titres ou donner des conseils relativement aux placements de valeurs mobilières que si elle est inscrite. Pour devenir inscrits, les particuliers ou les sociétés doivent déposer une demande d'inscription et acquitter des droits dans chaque administration dans laquelle ils désirent être inscrits. Les exigences de fond en matière d'inscription diffèrent selon les provinces. Sept provinces exigent qu'il y ait inscription lorqu'un particulier ou une société achète ou vend une valeur mobilière. L'Ontario et Terre-Neuve-et-Labrador ont des impératifs d'« inscription universelle » qui sont plus rigoureux et obligent un plus grand nombre d'entités à s'inscrire. Le Québec exige qu'il y ait inscription lorsqu'un particulier ou une société fait des affaires en tant que courtier ou que conseiller.

> Comme notre entreprise doit être inscrite dans les administrations où nous entendons faire des affaires, les coûts de la structure de réglementation comptent pour beaucoup, non seulement comme menues dépenses, mais également en temps, en énergie et en personnel. Les règles et la terminologie varient souvent d'une administration à l'autre…
>
> *Greystone Managed Investments Inc.*
> *Regina (Saskatchewan)*

---

[26] Tel qu'il est indiqué précédemment, 25 normes nationales et 24 politiques nationales sont actuellement en vigueur au Canada. Toutefois, il subsiste un nombre important de règles locales qui s'appliquent dans une seule administration.

[27] Il a été tenu compte du fardeau des droits ci-avant, et cette question ne sera pas revue ici. Faisons toutefois observer que des coûts administratifs additionnels sont rattachés à l'acquittement de droits aux organismes de réglementation multiples.

Au Canada, les valeurs mobilières peuvent être émises seulement en vertu d'un prospectus ou d'une dispense d'application des exigences rattachées aux prospectus. Les placements privés sont des émissions de valeurs mobilières auxquelles s'applique une dispense de prospectus. Malgré leur importance, les dispenses de placement privé ne sont pas harmonisées. Sept provinces et deux territoires ont adopté la NM 45-103, intitulée *Capital Raising Exemptions*. Le Nouveau-Brunswick et le Yukon, qui n'ont pas le pouvoir d'établir des normes, ont adopté la NM 45-103 à titre de politique, ce qui signifie qu'une demande de dispense doit être présentée au cas par cas par chaque émetteur qui désire utiliser, dans ces administrations, les dispenses contenues dans la norme. De plus, il existe de nombreuses différences régionales dans la norme elle-même[28]. L'Ontario a la règle 45-501 de la CVMO, intitulée *Dispenses et placements privés*, qui comporte une dispense d'« investisseur agréé » semblable mais non identique à la dispense d'« investisseur agréé » de la NM 45-103[29]. Au Québec, des ventes peuvent être réalisées aux termes d'une dispense de prospectus à des « acheteurs avertis » ou aux termes d'une dispense de prospectus applicable à une acquisition minimale de 150 000 dollars canadiens[30].

> Le régime de dispenses est tout à fait désorganisé. Pour pouvoir répondre aux besoins des émetteurs qui ont peut-être un seul acheteur dans chacune des quatre provinces de l'Atlantique, il est fréquemment nécessaire d'éviter les écueils des différences subtiles mais réelles entre les règles de dispense d'une province et celles d'une autre province.
>
> *Eddy & Downs*
> *Fredericton (Nouveau-Brunswick)*

Les règles relatives à la revente sont un autre exemple de variations régionales considérables. La Norme multilatérale 45-102, intitulée *Resale of Securities*, constituait une tentative visant à harmoniser les règles relatives à la revente. Outre le fait que le Québec a décidé de ne pas adopter ces règles, il existe des différences fondamentales parmi les administrations participantes, en particulier le Manitoba, le Nouveau-Brunswick, l'Île-du-Prince-Édouard et le Yukon. Mentionnons par exemple la restriction de revente différente en Colombie-Britannique et en Alberta pour les valeurs émises dans le cadre d'une offre publique d'achat. En Alberta, les valeurs mobilières seront librement négociables à l'émission si l'émetteur a été un émetteur assujetti pendant au moins 12 mois. Dans les mêmes circonstances, les valeurs seront assujetties à une période de retenue en Colombie-Britannique. Comme le mentionne le cabinet Bennett Jones dans son mémoire, ce genre de distinctions est inutile et représente le type de résultat qui sème la confusion chez les détenteurs de valeurs se retrouvant du mauvais côté de la frontière provinciale.

---

[28] Par exemple, les émetteurs de fonds communs de placement sont autorisés à utiliser la dispense de notice d'offre dans chacune des administrations participantes, autres que la Colombie-Britannique et la Nouvelle-Écosse.

[29] Les normes comprennent des différences additionnelles. La règle 45-501 de la CVMO prévoit une dispense d'émetteur à peu d'actionnaires en plus de la dispense d'investisseur agréé qui permet à un émetteur de mobiliser un total à vie de 3 millions de dollars, peu importe le nombre de financements, à la condition que l'émetteur ait au plus 35 actionnaires, à l'exclusion des employés et des investisseurs agréés. Plutôt que de prévoir une dispense d'émetteur à peu d'actionnaires, la NM 45-103 prévoit une dispense d'émetteur privé et une dispense applicable à la famille, aux amis et aux associés d'affaires. En outre, il existe dans la NM 45-103 une dispense de notice d'offre qui n'a pas de pendant en Ontario.

[30] Le Québec a lui aussi une dispense de société privée, une dispense destinée aux émetteurs comptant moins de 5 détenteurs de valeurs mobilières, une dispense de capital de démarrage et une dispense relative aux abris fiscaux.

...une faible partie des données auxquelles votre Comité a accès établiront le coût du personnel chargé de la conformité à l'interne et des conseillers juridiques et fiscaux requis pour surveiller treize organismes de réglementation des valeurs mobilières et pour leur répondre.

Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada

On a tenté plusieurs fois de quantifier les coûts de conformité engagés par les participants aux marchés financiers en raison de la multiplicité des organismes de réglementation. À la suite d'un sondage mené auprès des membres de l'ACCOVAM, CRA a évalué les économies au titre des coûts de main-d'œuvre interne que réaliseraient les sociétés membres de l'ACCOVAM si le Canada adoptait un organisme de réglementation unique. Il a conclu qu'il serait possible de réaliser des économies annuelles de 36,5 % à ce chapitre[31]. CRA a également tenté de quantifier ces économies pour les émetteurs inscrits à la cote de la TSX et de la Bourse de croissance TSX. Il a évalué qu'elles atteindraient au total quelque 14,2 millions de dollars par année[32].

Le fardeau des jeunes sociétés

Il convient de souligner le fardeau réglementaire qu'impose le régime actuel sur les petites entreprises et sur les jeunes sociétés.

Une monographie parrainée par le Comité a adopté une approche d'études de cas pour déterminer les coûts de conformité différentiels liés à quatre types d'opérations : l'inscription à titre de courtier, les premières émissions publiques, les financements faisant l'objet d'une dispense et les offres publiques d'achat. La recherche a permis de constater que les coûts de conformité différentiels rattachés à ces opérations ne sont habituellement pas importants pour les émetteurs et les personnes inscrites d'envergure[33].

À l'opposé, la recherche a conclu que les émetteurs et les personnes inscrites de moindre envergure sont moins en mesure d'assumer ces coûts et sont plus susceptibles de les juger importants, ce qui pourrait leur imposer un désavantage concurrentiel[34].

Il s'agit d'une conclusion importante pour le Canada. L'un des traits distinctifs de l'économie du pays est un marché financier dynamique constitué de milliers de petits émetteurs. Une infrastructure de courtiers, de comptables, d'avocats et d'autres conseillers est en place pour les appuyer. Environ 78 % des sociétés ouvertes canadiennes ont une capitalisation boursière inférieure à 50 millions de dollars, ce qui est bien en deçà de la limite pour une société américaine à très petite capitalisation[35]. Le marché relatif aux nouvelles

---

31 Selon les estimations de CRA, les économies internes réalisées grâce à une réduction du temps et des efforts consacrés à l'inscription, même après avoir tenu compte de l'effort du [NRD], s'élèvent à 46 % des ressources consacrées à l'inscription, soit 1,9 million de dollars d'économies par an. Les économies internes de main-d'œuvre réalisées grâce à une réduction du temps et des efforts consacrés au suivi des changements en matière de réglementation s'élèvent, selon les estimations, à 33 % ou 3,7 millions de dollars par an. Étude de l'ACCOVAM, p. xiv.

32 *Ibid.*, p. 31. CRA a fait observer que cette estimation n'était pas aussi solide que l'estimation effectuée à l'égard des intermédiaires, étant donné que les données portant sur les émetteurs n'étaient pas aussi exhaustives.

33 L'importance a été définie comme étant 0,5 % de la valeur de l'opération des coûts en capital et 1 % des profits nets pour le manque à gagner. L'étude a généralement mis en lumière que les coûts différentiels réels étaient bien inférieurs à ce seuil. Monographie sur les coûts, p. 574.

34 Monographie sur les coûts, p. 568-569.

35 Linda Hohol, présidente de la Bourse de croissance TSX (observations présentées à Calgary le 23 septembre 2003). La limite pour les sociétés américaines à très petite capitalisation est de 50 millions de dollars américains.

émissions publiques au Canada est lui aussi centré sur les plus petites sociétés. Entre 1998 et 2003, 87 % des nouvelles émissions d'actions au Canada ont généré des produits bruts de moins de 50 millions de dollars américains, soit plus du double du pourcentage observé aux États-Unis pour la catégorie de même taille[36].

Les nouvelles sociétés ouvertes sont cruciales pour l'économie canadienne. Dans ce segment important des petits émetteurs, on trouve les sociétés en croissance qui pourraient devenir les sociétés à grande capitalisation de l'avenir. La structure de réglementation du pays devrait être conçue pour leur procurer les meilleures possibilités de réussite. Ironiquement, la structure fragmentée actuelle fait exactement le contraire, car le fardeau du régime de réglementation, qui fait l'objet de chevauchements, repose essentiellement sur ces sociétés. Comme le déclare Corporation Canaccord Capital dans son mémoire au Comité :

> [Traduction] Au sein de la communauté internationale, le Canada devrait reconnaître qu'il constitue un marché de sociétés à petite et moyenne capitalisation. Il ne devrait pas tenter de reprendre une approche élaborée pour les sociétés, les mises en commun de capitaux et les participants de grande envergure de l'industrie mondiale. Le Canada a maintenant l'occasion d'occuper un créneau particulier dans les marchés financiers internationaux et de devenir un chef de file dans la promotion d'un accès aux marchés pour les sociétés à petite et moyenne capitalisation et d'un accès au capital de risque pour les nouvelles entreprises et les jeunes sociétés. Ainsi, le Canada attirera les mises en commun internationales de capitaux dont peuvent se prévaloir ces secteurs de marché, et il profitera de l'activité économique accrue qui en résultera.

Les retards et les coûts de renonciation

Il arrive fréquemment que la capacité de mobiliser des capitaux à des conditions favorables soit largement fonction du temps, car de nouveaux événements peuvent occasionner la fermeture de « fenêtres » du marché. Le régime actuel peut occasioner des retards indus, qui peuvent faire rater des débouchés.

Bien que les coûts directs différentiels associés à la réalisation d'une opération dans les 13 administrations puissent ne pas être importants pour les émetteurs et les personnes inscrites d'envergure, les coûts de renonciation d'une opération manquée peuvent être très importants pour un émetteur, quelle que soit sa taille. La monographie sur les coûts a montré que le régime actuel impose un gros risque au chapitre des coûts de renonciation différentiels[37].

Les retards sont inhérents au REC. Lorsqu'un prospectus détaillé est déposé dans le cadre du REC, l'organisme de réglementation principal dispose de dix jours ouvrables pour fournir des commentaires. Une fois la lettre de commentaires produite, les autres organismes de réglementation ont cinq jours ouvrables pour i) soulever des préoccupations auprès de l'organisme de réglementation principal, que

[36] McKinsey & Company (présentation au Global Business Forum à Banff, le 26 septembre 2003).

[37] Monographie sur les coûts, p. 568.

celui-ci transmettra à l'émetteur, ii) se retirer du régime et traiter directement avec l'émetteur ou iii) indiquer qu'ils peuvent recevoir un prospectus définitif[38]. En plus du délai, pouvant atteindre cinq jours ouvrables, dont dispose un organisme de réglementation autre que l'organisme de réglementation principal à l'égard des trois options, les points i) et ii) peuvent ajouter des délais supplémentaires au processus d'émission de titres, étant donné que l'émetteur devra s'occuper d'une série supplémentaire de commentaires formulés par un organisme qui n'est pas l'organisme de réglementation principal. Bien que les retraits soient de plus en plus rares, ils surviennent à l'occasion.

Le délai peut être encore plus long lorsqu'un émetteur demande une dispense. Une fois qu'un organisme de réglementation principal a reçu une demande de dispense, il doit envoyer un accusé de réception aux autres organismes de réglementation, qui disposent alors de sept jours ouvrables pour émettre des commentaires[39]. Une fois la période de sept jours ouvrables écoulée, l'organisme de réglementation principal peut diffuser un projet de document de décision aux autres organismes de réglementation, qui ont alors cinq jours ouvrables supplémentaires pour confirmer à l'organisme de réglementation principal qu'ils ont pris la même décision ou qu'ils se retirent du régime pour traiter directement avec le requérant[40].

Débouchés inégaux pour les investisseurs

En vertu de la structure du régime, des possibilités d'investissement sont refusées aux Canadiens, ce qui impose un coût de renonciation additionnel. Une étude réalisée par l'Institut Fraser sur les émissions de droits de souscription ayant une dispense de prospectus en 2000 et en 2001 a montré que les investisseurs dans chaque territoire et dans les provinces autres que l'Alberta, la Colombie-Britannique et l'Ontario ont été exclus de la plupart des émissions. Les territoires et les provinces plus petites, comme l'Île-du-Prince-Édouard, craignaient le pire[41]. Les règles permettent à un émetteur d'éviter une administration où résident moins de 5 % des actionnaires touchés. L'étude conclut que la volonté d'éviter des coûts de réglementation additionnels en déposant des documents dans d'autres administrations a influé sur les décisions des émetteurs d'éviter les administrations plus petites. De même, les investisseurs des petites provinces se voient parfois refuser l'occasion d'investir dans des émissions initiales parce que l'émetteur choisit de ne pas déposer un prospectus dans cette administration.

---

38 Instruction canadienne 43-201, *Régime d'examen concerté du prospectus et de la notice annuelle* (IC 43-201), section 5.2. Quand un prospectus simplifié est déposé, l'organisme de réglementation principal dispose de trois jours ouvrables pour produire une lettre de commentaires et un organisme de réglementation autre que l'organisme principal a alors jusqu'à midi (heure normale de l'Est) le prochain jour ouvrable pour i) aviser l'organisme de réglementation principal qu'il a des préoccupations qui, si elles ne sont pas résolues, l'obligeront à se retirer du régime ou ii) indiquer qu'il peut recevoir un prospectus définitif. IC 43-201, section 5.3.

39 Instruction canadienne 12-201, *Régime d'examen concerté des demandes de dispense* (IC 12-201), sections 5.6 et 6.2. Cette période peut être écourtée dans des circonstances exceptionnelles.

40 IC 12-201, section 8.1.

41 Neil Mohindra, « Investors Sanctioned for Living in PEI », Fraser Forum (mars 2002), p. 32.

Les exigences d'inscription universelle de Terre-Neuve-et-Labrador diminuent également le nombre de possibilités d'investissement pour ses résidents. Compte tenu de la petite taille du marché financier de cette province, les intermédiaires choisissent parfois de ne pas y obtenir et conserver une inscription, ce qui se traduit par un moins grand nombre d'options de placement pour les investisseurs[42].

> ...les petits émetteurs [...] trouvent qu'il est coûteux de satisfaire aux besoins des investisseurs au-delà des frontières provinciales ou excluent tout simplement les investisseurs de certaines provinces.
>
> *Canadian Listed Company Association*

* * *

Les coûts de chevauchement et les coûts de renonciation sont les coûts les plus importants imposés par le régime de réglementation actuel. En règle générale, les coûts de conformité ne sont pas importants pour les plus grandes sociétés et dans le cadre des opérations de plus grande envergure. Cet argument a été défendu dans une étude récente parrainée par la CVMQ[43]. Toutefois, il arrive plus fréquemment que ces coûts soient importants pour les jeunes sociétés et les intermédiaires, sur lesquels repose la plus large part du fardeau du régime de réglementation fragmenté du Canada.

L'effet cumulatif des économies d'échelle perdues, des coûts de renonciation et des coûts de conformité revêt de l'importance et devrait être atténué. En outre, ces coûts, combinés aux autres points faibles du régime actuel discutés dans le présent chapitre, entraînent une hausse du coût du capital pour les sociétés canadiennes. Bien que l'augmentation précise puisse être difficile à quantifier, toute augmentation superflue du coût du capital se traduit par un désavantage concurrentiel que le Canada ne peut pas se permettre.

Perspectives internationales

Les perceptions internationales des marchés financiers du Canada et de leur structure de réglementation revêtent de l'importance pour faire du pays une destination privilégiée en matière d'investissement de capitaux.

---

42. Voir la lettre de commentaires d'Osler, Hoskin & Harcourt s.r.l. à l'Alberta Securities Commission sur le projet concernant la LUVM des ACVM (2 mai 2003).

43. Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada* (2003), p. 168. L'étude a permis de constater que les coûts de conformité au Canada n'étaient pas importants et que le régime de réglementation du Canada est plus rapide que la SEC pour ce qui est d'examiner les dépôts. Nous convenons que les coûts de conformité des émetteurs et intermédiaires les plus importants sont habituellement négligeables et que le régime canadien est plus rapide que le régime américain à certains égards. Toutefois, nous faisons observer que l'étude n'a pas traité des répercussions de la structure de réglementation du Canada, qui fait l'objet de chevauchements, sur les petits émetteurs et les petites sociétés et personnes inscrites, ni n'a abordé la question de l'affectation inefficace des ressources dans le régime actuel. En outre, même si le régime canadien peut s'avérer plus rapide que celui des États-Unis pour le traitement des prospectus, cette conclusion ne tient pas compte des coûts de renonciation superflus imposés par les organismes de réglementation multiples.

Le mémoire de Canfor Corporation résume bien le point de vue de nombreux participants aux marchés financiers, qui soutiennent que la compétitivité internationale du Canada subit les contrecoups de la structure actuelle :

> [Traduction] Les marchés financiers du Canada livrent concurrence aux marchés internationaux pour obtenir la participation des émetteurs et des investisseurs. S'ils ne peuvent le faire et s'ils ne peuvent offrir un service efficient et rentable, les investisseurs et les émetteurs chercheront d'autres marchés et d'autres sources de capitaux [...]. Le cadre de réglementation actuel n'offre pas un service efficient et rentable, qui soit concurrentiel.

Ce point de vue est également exprimé par un certain nombre de grands investisseurs institutionnels et d'intermédiaires des marchés aux États-Unis, qui affirment que le Canada est désavantagé à l'échelle internationale en raison de son régime de réglementation.

Sur la scène internationale, il importe d'avoir un point de contact unique, qui représente les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Corporation Canaccord Capital
Vancouver (Colombie-Britannique)

Le régime actuel comporte un autre point faible, soit l'absence d'un organisme de réglementation des marchés financiers qui peut parler au nom du Canada en adoptant un point de vue national dans les rapports internationaux. Le Canada est le seul grand pays industrialisé à ne pas avoir d'organisme de réglementation des valeurs mobilières national. Le Canada est plutôt représenté par quatre commissions. L'Ontario et le Québec sont des membres à part entière, tandis que la Colombie-Britannique et l'Alberta sont des membres associés.

Les organismes de réglementation étrangers ont dit au Comité qu'ils tiennent en grande estime le calibre des commissaires en valeurs mobilières du Canada, qui ont apporté des contributions significatives aux comités de l'OICV, mais ils ont aussi indiqué qu'ils ne savent pas « à qui faire appel » lorsqu'ils traitent de problèmes canadiens, ce qui les préoccupe. Chacun des organismes de réglementation canadiens est chargé de représenter les intérêts de sa province, mais aucun d'entre eux n'est investi du mandat explicite d'adopter un point de vue national.

Notre évaluation

L'occasion se présente d'apporter des améliorations considérables à la structure de réglementation actuelle du Canada pour en corriger les lacunes, et il faut en profiter.

- L'application des lois doit être nettement améliorée. Les ressources consacrées à l'application sont insuffisantes. Les auteurs de méfaits demeurent trop souvent impunis et la décision est souvent retardée indûment. Les problèmes de coordination nuisent aux enquêtes et peuvent mener à de multiples procédures qui sont inefficaces et injustes. Les priorités sont disparates et la protection des investisseurs n'est pas uniforme. Tous ces éléments minent la confiance à l'égard des marchés financiers du Canada.

- L'élaboration des politiques se caractérise par des compromis et des retards. Le Canada ne peut pas réagir aussi efficacement ou innover aussi rapidement qu'il le devrait dans un marché mondial en évolution rapide.

- Le régime est trop coûteux. La multiplicité des organismes de réglementation donne lieu à une affectation inefficace de ressources et à des coûts de renonciation et de conformité superflus.

- À l'échelle internationale, la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada est considérée comme étant inutilement complexe. Personne n'a le mandat de représenter l'intérêt national dans les rapports avec les organismes internationaux de réglementation des valeurs mobilières et les autres décideurs.

Ces points faibles rendent le Canada trop peu concurrentiel à une époque d'intensification de la concurrence mondiale. Il est temps de remédier à ces lacunes.

> Le fait que [le régime actuel] ait fonctionné aussi bien que ça est imputable aux efforts exhaustifs et à l'esprit de collaboration des nombreuses autorités de réglementation en cause. Cependant, nous pouvons faire mieux.
>
> *RBC Groupe Financier*

CHAPITRE

quatre

Les exigences d'une structure de réglementation efficace

Nous en sommes venus à la conclusion que la structure de réglementation actuelle du Canada ne répond pas aux besoins actuels et futurs des marchés financiers du pays. Pour mettre en place une structure plus efficace, nous avons tenu compte des objectifs de la réglementation des valeurs mobilières et de la meilleure manière d'atteindre ces objectifs. Nous avons ensuite élaboré des critères afin d'évaluer l'efficacité d'autres modèles de réglementation.

Les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières

Les objectifs fondamentaux de la réglementation des valeurs mobilières consistent à protéger les investisseurs des pratiques déloyales et à promouvoir des marchés financiers équitables et efficaces, et la confiance à l'égard de ces marchés. Notre mandat prévoit que la structure idéale devrait :

- assurer une protection solide aux investisseurs et leur prouver que les marchés financiers canadiens sont réglementés selon les normes les plus élevées et que ces normes sont observées avec rigueur et uniformité partout au pays;
- assurer l'efficacité des marchés financiers canadiens pour les entreprises, quelle que soit leur taille, et ne pas imposer un fardeau indû aux entreprises qui cherchent à mobiliser des capitaux ou aux sociétés qui veulent offrir des services de marchés financiers;
- favoriser le dynamisme et l'innovation des marchés financiers partout au Canada;
- présenter aux investisseurs, aux gouvernements et aux organismes de réglementation étrangers un portrait positif de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

CHAPITRE

Plusieurs mémoires font observer que les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières devraient être considérés du point de vue des utilisateurs du régime plutôt que de celui des organismes de réglementation. Nous avons examiné les objectifs de la réglementation du point de vue de trois des principaux usagers des marchés financiers : les investisseurs, les émetteurs et les intermédiaires financiers.

La réglementation doit être envisagée du point de vue de l'usager, et non des fournisseurs de services de réglementation. Les investisseurs, les émetteurs et les intermédiaires désirent un « guichet unique » pour les services de réglementation.

Services de réglementation des marchés inc.

Les investisseurs ont besoin de marchés financiers équitables, transparents et liquides. Ils doivent pouvoir accéder à de l'information en temps opportun afin que les règles du jeu soient équitables et que les gains réalisés et les pertes subies à la suite de placements résultent de facteurs économiques légitimes. Ils doivent pouvoir compter sur une application efficace des lois pour préserver la confiance des investisseurs dans le marché et sur des mesures de redressement lorsqu'ils sont lésés. Des marchés équitables et transparents, doublés d'une application des lois efficace, inspirent confiance aux investisseurs, ce qui attire les capitaux et augmente le niveau de liquidités.

Les émetteurs ont des objectifs semblables. Ils ont besoin d'un accès efficace aux capitaux, qui sont plus facilement disponibles dans les marchés liquides. Toute perception selon laquelle les marchés financiers ne sont pas équitables et transparents nuira aux liquidités. Le caractère adéquat du contrôle du marché constitue un facteur important de cette perception.

Au Canada, les marchés financiers liquides sont cruciaux pour le développement économique, or la réglementation fragmentée des valeurs mobilières nuit à la liquidité.

Scotia Capitaux Inc.

Les émetteurs profitent en outre d'une réglementation proportionnelle aux risques couverts. Une réglementation excessive accroît le coût du capital. Les nouvelles sociétés, qui représentent un élément crucial de l'économie du Canada, assurent la plus grande part du fardeau résultant de la réglementation excessive. La réglementation des valeurs mobilières est un domaine complexe. Cependant, toute complexité superflue ne profite ni aux investisseurs ni aux émetteurs.

> ... il importe de noter que, si certains règlements sont nécessaires, un régime de réglementation lourd nuit, en définitive, à l'efficacité et à l'efficience du régime de marché...
>
> *Compagnie Pétrolière Impériale Ltée*
> *Toronto (Ontario)*

Les intérêts des intermédiaires financiers, y compris les courtiers en valeurs mobilières, les courtiers, les conseillers financiers et les gestionnaires de portefeuille, sont alignés sur ceux des émetteurs et des investisseurs. Les mémoires présentés par les intermédiaires financiers exposent de façon uniforme leur besoin d'une structure de réglementation simple, efficace et attentive. Tout fardeau réglementaire additionnel fait en sorte qu'il leur en coûte plus cher pour faire des affaires, et ces coûts sont ensuite imputés aux investisseurs et aux émetteurs. Les intermédiaires sont souvent à l'origine de nouveaux produits et services financiers. Par conséquent, ils ont besoin d'un régime de réglementation souple, qui facilite l'innovation. Tout comme les investisseurs et les émetteurs, les intermédiaires financiers doivent également pouvoir bénéficier d'une application efficace des lois pour assurer une concurrence équitable et pour préserver la confiance du public à l'égard de leur industrie et des marchés auxquels ils participent.

Un régime d'application efficace devrait punir les auteurs de méfaits tout en favorisant la conformité. Un régime de réglementation efficace est largement fonction des efforts volontaires des participants aux marchés financiers, qui sont motivés par des préoccupations relatives à leur réputation d'intégrité. La conformité est rehaussée par un régime de réglementation clair et transparent, mais entravée par un régime trop complexe.

La structure de la réglementation des valeurs mobilières devrait être conçue de façon à favoriser la réalisation de ces objectifs.

Critères d'évaluation

Compte tenu de ces objectifs et de notre étude des points forts et des points faibles du régime actuel, des mémoires reçus, des consultations et de la recherche[1], nous avons dressé une liste des critères qui serviront à évaluer les structures de réglementation possibles.

Application efficace des lois – La structure de réglementation des valeurs mobilières devrait permettre l'application rapide et efficace des lois à l'encontre des auteurs de méfaits. Elle devrait faciliter une attribution efficace des ressources consacrées à l'application, la coordination efficace avec d'autres organismes d'application, le perfectionnement et le déploiement appropriés de ressources spécialisées, ainsi qu'un établissement des priorités d'application et une protection des investisseurs qui soient uniformes.

Innovation et développement stratégiques – La structure de réglementation des valeurs mobilières devrait produire une politique saine en temps opportun. Elle devrait favoriser l'innovation pour répondre aux besoins actuels et futurs du marché. Elle devrait refléter l'intérêt national, tout en tenant compte des besoins régionaux.

Rentabilité – La structure de réglementation des valeurs mobilières devrait affecter les ressources le plus efficacement possible, éliminer les chevauchements superflus et réduire le plus possible les coûts de conformité et de renonciation.

Sensibilité aux besoins des jeunes sociétés – Compte tenu du fait que les petites entreprises et les jeunes sociétés jouent un rôle primordial dans la croissance économique du Canada, la structure de réglementation des valeurs mobilières doit être attentive à leurs besoins.

Présence internationale – La structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada devrait être perçue, à l'échelle internationale, comme un modèle. Elle devrait contribuer à faire du Canada une destination privilégiée pour les capitaux internationaux et accroître les possibilités d'investissement à l'étranger pour les investisseurs canadiens. Elle devrait prévoir un organisme de réglementation des valeurs mobilières qui exprime le point de vue du Canada en adoptant une perspective nationale.

Sensibilité aux besoins locaux et régionaux – La structure de réglementation devrait assurer une présence locale pour garantir l'application efficace des lois, faciliter l'interaction personnelle avec les participants aux marchés financiers et refléter les besoins régionaux lors de l'élaboration des politiques.

Stabilité – La structure de réglementation devrait comporter un élément de permanence. Elle ne devrait pas permettre aux administrations de se retirer du régime, ni sur une base générale, ni à l'égard de questions particulières.

[1] A. Douglas Harris, « Securities Regulatory Structure in Canada: The Way Forward », *Canadian Business Law Journal*, vol. 38 (2003), p. 57.

Égalité de traitement pour les investisseurs – La structure de réglementation devrait garantir à tous les Canadiens un accès égal aux possibilités d'investissement et un recours équivalent s'ils sont traités injustement.

Responsabilité et gouvernance – La structure de réglementation devrait faire en sorte que les organismes de réglementation rendent compte de leur rendement tant à la population canadienne, par l'intermédiaire de leurs représentants élus, qu'aux participants aux marchés financiers. La structure de réglementation devrait afficher une gouvernance exemplaire.

Simplicité – La structure de réglementation ne devrait pas être inutilement complexe, ni alourdir indûment le fardeau de la réglementation. Le maintien de la structure ne devrait pas nécessiter un degré élevé d'attention et d'énergie continues en matière de réglementation. La structure devrait favoriser l'examen réglementaire rapide des opérations de marchés financiers tout en veillant à assurer une protection appropriée aux investisseurs.

Cette liste n'est pas exhaustive, et son application ne constitue pas un processus simple d'ajout car tous les critères n'ont pas une importance égale. Nous avons toutefois constaté que les critères sont utiles pour évaluer d'autres modèles de réglementation, afin d'établir lesquels répondent le mieux aux besoins des marchés financiers du Canada.

Les modèles de réforme

Notre mandat exige que nous nous penchions sur les mérites respectifs de deux modèles en particulier, à savoir :

a) une version bonifiée du régime actuel, avec les améliorations pratiques et réalisables qui seront proposées par le Comité, de façon à établir une plus grande communauté d'intérêts et une efficacité accrue;

b) un modèle de commission unique, dans le cadre duquel les gouvernements adhérents regroupent une partie ou la totalité de leurs pouvoirs en un organisme de réglementation unique qui administre une seule série de règles.

Nous croyons qu'il est préférable de considérer ces deux modèles comme deux catégories distinctes, dans le cadre desquelles les propositions de réforme peuvent être classifiées. Dans la catégorie des versions améliorées du régime actuel, les « modèles de passeport » ont reçu le plus grand nombre d'appuis.

Dans le chapitre cinq, nous examinons si un modèle de passeport peut répondre aux besoins des marchés financiers du Canada, en tenant compte des critères d'évaluation décrits précédemment. Dans le chapitre six, nous nous penchons sur un modèle d'organisme de réglementation unique et nous recommandons celui qui, selon nous, conviendrait le mieux au Canada.

CHAPITRE cinq

Le régime de passeport

Les modèles de passeport ont beaucoup attiré l'attention ces derniers temps. Un comité directeur de ministres provinciaux a publié, en juin 2003, un document de travail énonçant les éléments d'un projet de régime de passeport. Le projet de législation uniforme en valeurs mobilières (LUVM) des ACVM envisage également la création d'un régime de passeport. De plus, un certain nombre de participants aux marchés financiers ont manifesté leur appui à un tel régime.

Dans le présent chapitre, nous nous penchons sur les principales caractéristiques de conception d'un régime de passeport. Nous passons ensuite en revue deux exemples de régimes de passeport existants, soit la structure de réglementation de l'Union européenne et le régime d'information multinational (RIM) Canada-États-Unis. Enfin, nous analysons les points forts et les points faibles du modèle de passeport tel qu'il pourrait être appliqué à la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Nous en venons à la conclusion qu'un régime de passeport bien conçu représenterait une amélioration considérable par rapport à la structure de réglementation existante du Canada, mais qu'un tel régime ne permet pas la réalisation d'un certain nombre d'objectifs importants ni ne constitue la meilleure structure de réglementation des valeurs mobilières pour le Canada.

Aperçu

Un modèle réglementaire fondé sur le passeport s'inscrit dans un régime plurigouvernemental de réglementation dans lequel les entités ou les produits réglementés sont assujettis aux règles et aux décisions d'un organisme de réglementation unique, à savoir l'« organisme de réglementation principal », et doivent seulement se conformer à ces règles et à ces décisions. La conformité aux règles et aux décisions de l'organisme de réglementation principal tient lieu de « passeport » autorisant l'entrée de l'entité ou du produit réglementé dans d'autres administrations participantes. Un modèle de passeport canadien assujettirait (généralement) les participants aux marchés financiers à l'autorité d'un organisme provincial de réglementation des valeurs mobilières unique, sans égard à l'endroit où ils exerçent leurs activités au Canada.

En général, il existe trois modèles de passeport : i) un modèle de passeport dans lequel les administrations participantes disposent de règles uniformes (passeport uniforme)[1], ii) un modèle de passeport dans lequel les administrations participantes peuvent avoir des règles différentes, à la condition

[1] Appuyé par les ACVM par l'intermédiaire du projet concernant la LUVM.

CHAPITRE

qu'elles adhèrent toutes à des principes communs (passeport comportant des principes communs)[2] et iii) un modèle de concurrence en matière de réglementation (passeport de concurrence en matière de réglementation), qui est une variante du passeport comportant des principes communs et permettant aux participants aux marchés financiers de choisir leur organisme de réglementation principal[3]. Chacun de ces modèles cherche à s'inspirer de la structure de réglementation existante. Aucun d'entre eux n'exige la création d'un nouvel organisme de réglementation des valeurs mobilières ni une réforme institutionnelle fondamentale, étant donné que l'infrastructure réglementaire existante demeurerait généralement intacte dans le cadre de chacun de ces modèles.

Un régime de passeport au Canada serait vraisemblablement mis en œuvre au moyen d'une interdélégation exhaustive des fonctions de réglementation. La délégation est distincte de l'examen concerté, qui constitue le fondement du Régime d'examen concerté (REC). L'examen concerté signifie qu'aucune autorité de réglementation des valeurs mobilières n'abandonne son pouvoir.

Par exemple, aux termes du REC, les organismes autres que l'organisme de réglementation principal émettent des visas pour les prospectus sur la foi de l'examen mené par l'organisme de réglementation principal[4]. À l'opposé, sous le régime d'un modèle de délégation, l'administration délégatrice cède son pouvoir de réglementation à une autre administration. Dans le cas de l'examen d'un prospectus, seul l'organisme de réglementation principal émettrait un visa. Les tenants de cette position soutiennent qu'un modèle de délégation « pourrait donner lieu à une réglementation des valeurs mobilières pratiquement intégrée, permettant la mise en œuvre d'un « guichet unique » pour les participants du secteur »[5].

---

2 Le président de la BCSC a proposé qu'un régime de passeport puisse s'appuyer sur les objectifs et les principes de réglementation des valeurs mobilières élaborés par l'OICV. Doug Hyndman, « Passport to Progress: How to Improve Canadian Securities Regulation » (allocution prononcée devant l'Economic Club of Toronto le 17 septembre 2003).

3 Appuyé par un certain nombre d'universitaires et de participants aux marchés. Le document de travail des ministres provinciaux examine le passeport uniforme et le passeport comportant des principes communs, mais il ne règle pas la question du passeport à proposer.

4 IC 43-201, section 7.6. Alors que les organismes de réglementation autres que l'organisme de réglementation principal émettent des visas, l'organisme de réglementation principal émet un document de décision fondé sur le REC faisant état de ces visas.

5 Ébauche, p. 5.

Éléments d'un régime de passeport

Portée

Pour que le régime de passeport donne lieu à un véritable « guichet unique », sa portée devrait être la plus large possible. Le REC actuel est essentiellement limité à l'attribution de visas de prospectus et aux demandes de dispense. Un régime de passeport élargi pourrait comprendre la délégation d'à peu près toutes les fonctions de réglementation, y compris l'attribution de visas de prospectus, les demandes de dispense, l'inscription, les exigences relatives à la communication continue d'information, les déclarations d'initié, les financements qui font l'objet d'une dispense, les offres publiques d'achat, les offres par un initié, les opérations entre apparentés, la sollicitation de procurations, les exigences en matière de régie d'entreprise, la conformité et l'application des lois[6].

L'élargissement de la portée d'un régime de passeport de manière à inclure l'application pose des défis sur le plan de la conception. Le document de travail des ministres provinciaux envisage une approche divisée à l'égard des questions d'application. Il propose que l'organisme de réglementation principal ait la responsabilité des enquêtes et des mesures d'application en ce qui concerne les infractions aux « règles d'accès aux marchés », comme les règles régissant la divulgation d'information par voie de prospectus ou l'omission de se conformer aux exigences du financement faisant l'objet d'une dispense. Les plaintes déposées par les investisseurs continueraient à faire l'objet d'enquêtes et à être exécutées par l'autorité de réglementation et par les tribunaux du ressort de l'investisseur, qui appliqueraient les lois locales de cette administration. L'organisme de réglementation local sera souvent mieux placé que l'organisme de reglementation principal pour recevoir une plainte d'un investisseur et y répondre rapidement et efficacement, et il existe des limites à la capacité de l'organisme de réglementation principal de sanctionner la conduite ayant entièrement eu lieu dans une autre administration. Si la plainte d'un investisseur a trait aux règles relatives à l'accès aux marchés, l'organisme de réglementation situé dans le territoire d'origine de l'investisseur renverrait la question à l'organisme de réglementation principal, et ne prendrait des mesures d'application que s'il était insatisfait des mesures prises par l'organisme de réglementation principal[7].

---

6 La LUVM envisage la délégation de « toutes les fonctions de réglementation ». Ébauche, p. 10.

7 Document de travail des ministres provinciaux, p. 11.

L'organisme de réglementation principal

Un certain nombre de fondements justifient l'établissement de l'organisme de réglementation principal aux termes d'un régime de passeport. Le document de travail des ministres provinciaux propose que cette décision repose sur la situation géographique du siège social du participant aux marchés financiers, soit le même fondement que celui de l'établissement d'un organisme de réglementation principal sous le régime du REC[8]. Bien que d'autres modèles aient été proposés, comme celui qui permet aux émetteurs de choisir leur administration de réglementation dans l'espoir de stimuler la concurrence en matière de réglementation, ces modèles n'ont pas suscité beaucoup d'appuis à l'extérieur de la communauté universitaire et nous croyons qu'ils comportent des inconvénients, comme il en est question ci-après[9].

Dans le cas des entités non résidentes, deux options sont possibles : l'une ou l'autre administration pourrait être désignée comme étant l'organisme de réglementation principal à l'égard de tous les non-résidents, ou les non-résidents pourraient se voir conférer le droit de choisir leur organisme de réglementation principal.

Harmonisation des lois sur les valeurs mobilières

La viabilité d'un modèle de passeport est fonction d'un degré élevé d'harmonisation des lois sur les valeurs mobilières. Le document de travail des ministres provinciaux, qui défend le même point de vue, fait observer que :

> Si les lois ne sont pas considérablement harmonisées, le risque qu'une juridiction refuse de participer au régime ou s'en retire serait plus grand étant donné l'insatisfaction à l'égard de l'application de lois différentes[10].

La stabilité constitue l'objectif crucial de toute structure de réglementation des valeurs mobilières qui se veut efficace, et elle est particulièrement pertinente dans le cas d'un régime de passeport. Pour réaliser cet objectif, toutes les administrations doivent d'abord adhérer au régime de passeport, et il y a lieu de réduire au minimum le risque que l'une ou l'autre se retire. Comme l'indique le document de travail des ministres provinciaux, l'harmonisation des lois sur les valeurs mobilières joue un rôle de premier plan dans l'atteinte de cet objectif. Si les lois sur les valeurs mobilières sont harmonisées, les provinces seront davantage disposées à adhérer au régime, et elles auront moins de motifs de se retirer[11].

Il importe qu'un régime de passeport englobe un mécanisme garantissant une harmonisation continue des lois sur les valeurs mobilières. Ce mécanisme requiert les éléments suivants : i) une entente sur le type

---

8 *Ibid.*, p. 10. Comme sous le régime du REC, ce ne sont pas toutes les commissions provinciales qui voudront ou qui pourront agir comme organisme de réglementation principal. Par conséquent, une administration pourrait choisir de déléguer ses responsabilités en matière de réglementation à un organisme de réglementation d'une autre administration.

9 Notre exposé sur le bien-fondé de la concurrence en matière de réglementation se trouve dans la section intitulée « Type d'harmonisation ».

10 Document de travail des ministres provinciaux, p. 11.

11 En théorie, il n'est pas nécessaire qu'un régime de passeport bénéficie de l'harmonisation des lois sur les valeurs mobilières avant d'être mis en œuvre. Dans les faits, toutefois, il est très peu probable qu'un régime de passeport puisse être mis en œuvre au Canada sans une certaine harmonisation.

d'harmonisation (c.-à-d. règles uniformes ou principes communs), ii) un processus ou un mécanisme d'évolution des lois harmonisées permettant de répondre aux besoins continus des marchés financiers et iii) les contraintes visant à limiter la capacité des administrations de se retirer du régime.

Type d'harmonisation

La première question, fondamentale, consiste à déterminer si un régime de passeport canadien devrait être fondé sur des règles uniformes (passeport uniforme) ou sur des principes communs (passeport comportant des principes communs). Si le régime repose sur des principes communs, il faut en outre déterminer si les participants aux marchés financiers devraient avoir le droit de choisir leur organisme de réglementation principal, afin de favoriser la concurrence en matière de réglementation (le passeport de concurrence en matière de réglementation).

Le projet concernant la LUVM des ACVM envisage, dans les faits, l'adoption d'un passeport uniforme. D'après les ACVM, l'une des initiatives stratégiques les plus importantes de la LUVM est « le pouvoir pour une autorité en valeurs mobilières de déléguer la prise de décisions à l'une de ses homologues, à l'égard de toutes les fonctions de réglementation »[12]. La LUVM assortie d'un pouvoir d'interdélégation, si elle est mise en œuvre, constituerait un modèle de passeport fondé sur des règles uniformes[13].

L'un des avantages principaux d'un passeport uniforme par rapport aux autres modèles de passeport est qu'il devrait donner lieu à une plus grande stabilité. Un passeport comportant des principes communs et un passeport de concurrence en matière de réglementation seraient moins stables parce que l'application des principes par certaines administrations pourrait se révéler inacceptable pour les autres administrations, ce qui amènerait ces dernières à refuser d'adhérer, ou à se retirer du régime à une date ultérieure (au moins dans le cas de certaines administrations).

En outre, certains commentateurs soulignent le risque, en particulier pour ce qui est d'un passeport de concurrence en matière de réglementation, d'une « course vers la médiocrité » dans laquelle les organismes de réglementation chercheraient à attirer des clients vers leurs administrations en allégeant les exigences imposées aux entités réglementées, les rendant ainsi inférieures au niveau optimal. Un débat majeur fait rage sur la question de savoir si la concurrence en matière de réglementation en droit corporatif mène à une « course vers la médiocrité » ou plutôt à une « course vers l'excellence » étant donné que les participants aux marchés ne désirent être associés qu'aux normes les plus élevées. Toute course vers la médiocrité serait limitée, dans une certaine mesure, par l'exigence selon laquelle la réglementation doit adhérer à des principes communs.

---

12 Lettre du comité directeur du projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières, datée du 30 janvier 2003.

13 Les ACVM souscrivent à cette position, et font observer que le projet concernant la LUVM visant à élaborer une législation uniforme en valeurs mobilières afin qu'elle soit étudiée par chacun des gouvernements provinciaux et territoriaux du Canada vient compléter l'initiative des ministres ayant pour but de mettre en œuvre un régime de passeport ou un guichet unique pour les émetteurs et les personnes inscrites. Notice 11-304, *Responses to Comments Received on Concept Proposal Blueprint for Uniform Securities Laws for Canada* des ACVM.

Les inconvénients d'un passeport de concurrence en matière de réglementation sont bien formulés dans l'un des mémoires :

> [Traduction] Un modèle concurrentiel perpétuera notre culture de réglementation complexe et fragmentée au moyen d'une multiplicité de lois sur les valeurs mobilières [...]. Le fédéralisme concurrentiel enchâsserait sans doute les sentiments régionaux [...]. [C]e modèle peut détourner le mandat fondamental de la réglementation sur les valeurs mobilières, qui consiste à défendre l'intérêt public et l'intégrité des marchés financiers en mettant l'accent sur les répercussions économiques et financières d'une réglementation réussie[14].

Pour illustrer le manque de stabilité que pourrait occasionner un passeport comportant des principes communs ou un passeport de concurrence en matière de réglementation, il convient de se pencher sur le désaccord entre les organismes de réglementation des valeurs mobilières de l'Ontario et de la Colombie-Britannique sur les nouvelles propositions de réglementation de la BCSC[15]. Les propositions de la BCSC comportent une diminution du volume de la réglementation, en partie par l'adoption d'une approche de la réglementation davantage axée sur les principes, par opposition à une approche prescriptive fondée sur des règles. La BCSC a laissé entendre qu'un régime de passeport fondé sur l'adhésion à des principes communs, comme les objectifs et les principes de réglementation des valeurs mobilières de l'OICV (qui, de l'avis de la BCSC, tiendraient compte de ses propositions de réforme), pourrait être adopté rapidement[16]. La CVMO, qui est en désaccord, soutient que certains aspects des propositions de la BCSC ne sont pas compatibles avec l'orientation des ACVM et d'autres grandes administrations internationales[17]. Compte tenu des réserves formulées par la CVMO au sujet des propositions de la BCSC, on ne peut dire avec certitude si l'Ontario participerait à un régime qui accorde un passeport fondé sur la conformité à la réglementation de la BCSC, advenant que la Colombie-Britannique mette en œuvre ses propres propositions.

Nous estimons qu'il serait préférable d'adopter un passeport uniforme plutôt qu'un passeport comportant des principes communs ou un passeport de concurrence en matière de réglementation. La LUVM pourrait constituer le fondement d'un passeport uniforme, chaque administration l'adoptant dans le cadre d'un ensemble de mesures législatives qui mettraient le régime en œuvre. De plus, une certaine souplesse à l'échelon local et régional pourrait être permise aux termes d'un passeport uniforme au moyen d'exceptions permettant l'élaboration de règles locales limitées en réponse aux besoins locaux[18].

---

14. Amy Lewtas, mémoire présenté au CPA.

15. *Securities Regulation That Works – The BC Model: Draft Legislation* (2003) et *Commentary on Draft Legislation* (2003).

16. À l'opposé, dans la monographie sur la réglementation du marché des valeurs mobilières dans l'Union européenne parrainée par le Comité, les auteurs expriment le point de vue selon lequel les objectifs et les principes de réglementation des valeurs mobilières de l'OICV ne suffisent pas à assurer la stabilité d'un régime de passeport, car ils ne réussissent pas à prévenir les objections formulées par les organismes de réglementation hôtes qui découlent de lacunes dans les normes harmonisées. Monographie – Union européenne, p. 120.

17. Lettre de David Brown, président de la CVMO, à Doug Hyndman, président de la BCSC, datée du 27 juin 2003.

18. Tant le document de travail des ministres provinciaux que l'Ébauche envisagent que les besoins locaux et régionaux soient pris en compte. Dans le document de travail des ministres provinciaux, des « écarts acceptables » par rapport aux normes harmonisées seraient assujettis à des principes convenus à l'avance qui préserveraient l'intégrité du régime de passeport. Avant d'adopter une initiative locale, la province ou le territoire devrait : juger si la mesure est nécessaire à l'atteinte d'un objectif visé par une politique; déterminer comment en atténuer l'impact sur les autres administrations; évaluer comment en limiter l'impact sur l'efficacité du régime de passeport; analyser la possibilité d'une application à une part restreinte du marché canadien; assujettir la mesure à des réexamens périodiques. Les initiatives locales seraient examinées par les ACVM afin que celles-ci évaluent la possibilité d'une adoption pancanadienne. Document de travail des ministres provinciaux, p. 13-14.

Mécanisme d'élaboration des politiques

Pour qu'un régime de passeport puisse fonctionner efficacement, il doit exister un mécanisme d'élaboration d'une réglementation uniforme sur une base opportune et coordonnée[19].

Les ACVM ont annoncé récemment la constitution du Comité de coordination de la réglementation (CCR) en vue d'améliorer l'élaboration d'une politique harmonisée. Pour que le CCR (ou un organisme semblable) constitue un mécanisme efficace d'élaboration de politiques dans le cadre d'un régime de passeport, il devrait pouvoir réagir plus rapidement aux conditions du marché en évolution que ne le font les organismes de réglementation à l'heure actuelle. Présentement, il faut au moins 18 mois pour mettre en œuvre une initiative relative aux règles de portée multilatérale des ACVM[20]; ce délai est beaucoup trop long compte tenu de l'ampleur et du rythme des changements qui surviennent dans les marchés financiers actuels. Une élaboration de politiques efficace et opportune de la part du CCR devrait faire appel à un personnel spécialisé, ayant les compétences et une représentation régionale appropriées et disposant de fonds suffisants pour réaliser son mandat[21].

Un CCR bien structuré et ayant suffisamment de ressources pourrait accroître le rythme d'élaboration des politiques. Néanmoins, la nécessité de dégager un consensus parmi les organismes de réglementation multiples demeurerait. Pour régler ce problème, les administrations participantes pourraient déléguer au CCR la responsabilité d'élaborer des politiques et accepter d'adopter les règles et les règlements proposés par le CCR. Comme celui-ci ne serait pas toujours en mesure d'obtenir l'unanimité sur les initiatives de politique, il faudrait mettre en place un mécanisme de règlement des différends dans le cadre duquel une supermajorité pourrait rendre des décisions de politique exécutoires[22].

Contraintes en cas de retrait

Des contraintes importantes en cas de retrait sont essentielles pour préserver la stabilité d'un régime de passeport. Le REC comporte une faiblesse conceptuelle, à savoir qu'un organisme de réglementation peut se retirer du régime à tout moment lorsqu'il ne souscrit pas à l'approche préconisée par l'organisme de réglementation principal. La décision de se retirer peut être rendue au cas par cas, sous réserve de l'approbation du président ou du vice-président de l'organisme de réglementation. Mentionnons toutefois que les retraits sont de plus en plus rares. Nous tenons à louer les commissions pour leur collaboration à cet égard.

---

19 Même si un passeport comportant des principes communs ou un passeport de concurrence en matière de réglementation était adopté, il faudrait pouvoir compter sur un mécanisme permettant de déterminer si des initiatives de réglementation controversées se conforment aux principes communs.

20 Rapport Crawford, p. 76.

21 Le secrétariat récemment annoncé par les ACVM sera composé d'un directeur exécutif, d'un coordonnateur des politiques et d'un personnel de soutien. Le secrétariat devrait pouvoir disposer de beaucoup plus de personnel pour être efficace à titre de mécanisme d'élaboration des politiques du modèle de passeport uniforme.

22 Comme indiqué dans la monographie sur l'Union européenne, celle-ci a accru sa capacité de prendre des mesures en instaurant un scrutin à la supermajorité, plutôt qu'à l'unanimité, comme point de départ pour l'adoption de mesures visant à établir un marché interne unique pour les services financiers. Monographie – Union européenne, p. 119.

Fait plus problématique, sur le plan de l'élaboration des politiques, les organismes de réglementation sont libres d'abandonner (ou de menacer d'abandonner) les initiatives des ACVM à leur gré, ce qui entrave l'élaboration de politiques en temps opportun et donne plus de poids aux administrations qui exigent des solutions de compromis.

La délégation réciproque peut se traduire par une plus grande stabilité. Tel qu'il a été mentionné précédemment, contrairement au REC, la délégation suppose l'abandon du pouvoir de réglementation par l'administration délégatrice en faveur de l'administration bénéficiaire de la délégation. Bien que la délégation représente une amélioration par rapport à l'examen concerté, il faudrait, pour que la stabilité soit à son maximum, rendre difficile la révocation à la délégation, à l'intérieur des limites constitutionnelles.

La LUVM envisage une délégation facultative par les organismes de réglementation conformément à des conventions qui pourraient être révoquées à tout moment au gré de l'autorité délégatrice ou de l'autorité bénéficiaire de la délégation[23]. Afin d'assurer une stabilité accrue, la législation pourrait stipuler qu'une admistration ne pourrait se retirer du régime que s'il en a été décidé ainsi par le conseil des ministres d'une province ou par le ministre intéressé, après consultation avec le président de la commission des valeurs mobilières de l'administration concernée[24].

Responsabilité et gouvernance

Dans un régime de passeport, les organismes de réglementation demeureraient responsables, envers le grand public, de la réglementation des valeurs mobilières dans leurs administrations respectives, comme c'est le cas aujourd'hui en vertu de la structure de réglementation actuelle.

Régimes de passeport existants

Il est possible de tirer certains enseignements, au sujet de la conception et de la mise en œuvre d'un régime de passeport canadien, de la structure de réglementation des valeurs mobilières de l'Union européenne et du régime d'information multinational Canada-États-Unis, deux régimes de passeport existants.

Le régime de passeport de l'Union européenne

L'expérience qu'a connue l'Union européenne au regard d'un régime de passeport dans ses marchés financiers a été hérissée de difficultés. Il a fallu consacrer énormément de temps et de ressources à l'institution du régime de passeport dans l'UE. Bien que le fonctionnement du régime se soit amélioré ces dernières années, il demeure lent et complexe.

---

23 Ébauche, p. 10.

24 Un obstacle encore plus grand au retrait serait la mise en application de la délégation en vertu d'une loi, dans le cadre de laquelle il faudrait adopter une nouvelle loi pour révoquer ladite délégation.

L'étude de la manière dont la Commission européenne a abordé la question d'un cadre d'harmonisation efficace est révélatrice. Son approche a évolué avec le temps. Des années 1960 au milieu des années 1980, la Commission et les États membres ont collaboré pour en venir à une harmonisation exhaustive, mais ces efforts ont été « extrêmement lents et inefficaces »[25]. À compter du milieu des années 1980, la Commission a modifié son approche en faveur d'une harmonisation minimale et d'une reconnaissance mutuelle. Comme le font observer les auteurs de la monographie sur l'UE, « au milieu des années 90, il est devenu évident que la nouvelle démarche ne produisait par les résultats attendus dans les différents segments du marché des services financiers, étant donné qu'il reste d'importants obstacles à la fourniture transfrontière de services financiers, notamment en ce qui concerne les marchés des valeurs mobilières »[26]. Plus récemment, à la suite des recommandations du Rapport Lamfalussy, le pendule est revenu du côté d'une plus grande harmonisation.

L'Union européenne a mis en place un processus complexe d'élaboration des politiques. Applicable à la loi harmonisée, ce processus se fonde sur les recommandations du Rapport Lamfalussy. La « procédure Lamfalussy » est un processus législatif à quatre niveaux dans le cadre duquel des politiques sur les valeurs mobilières sont élaborées par la Commission européenne, par certains comités spécialisés et par des organismes de réglementation nationaux[27]. Bien que cette procédure ait amélioré le processus d'élaboration des politiques, il faut toujours beaucoup de temps pour élaborer et mettre en œuvre des directives en matière de politique. Par exemple, la Directive sur les prospectus de l'UE a été adoptée en juillet 2003 après presque trois ans de travail et ne sera pas mise en application avant 2005. La procédure Lamfalussy n'a pas encore complètement fait ses preuves du point de vue de son efficacité.

La Cour européenne de justice (CEJ) joue un rôle important pour assurer la stabilité du régime. Plus particulièrement, les États membres de l'Union européenne relèvent de la compétence de la CEJ, qui peut imposer des amendes et autres pénalités aux membres qui ne mettent pas en œuvre les mesures de l'UE.

---

25 Monographie – Union européenne, p. 115.

26 *Ibid.*

27 Les quatre niveaux de la procédure Lamfalussy sont décrits de la façon suivante dans la monographie sur l'Union européenne, à la page 133 [soulignement dans l'original] :

1. Les principes-cadre de portée générale (qualifié de niveau 1 du processus législatif) sont définis au niveau communautaire. La Commission, après des consultations étendues, propose une mesure législative au Conseil et au Parlement qui l'adoptent suivant la procédure de codécision. Pour hâter l'adoption, la procédure accélérée est appliquée si possible. En outre, il faut privilégier le règlement – qui est un acte législatif contraignant dans sa totalité et directement applicable dans tous les États membres – à la directive, dont la mise en application par les autorités nationales peut prendre jusqu'à 18 mois.
2. Les règles détaillées (niveau 2 du processus législatif) de mise en application des principes sont également définies au niveau communautaire suivant le processus dit « de comitologie ». Selon ce processus, le Conseil délègue à la Commission les pouvoirs d'exécution de la législation communautaire. Des représentants des États membres, réunis en comités « de comitologie » aident la Commission dans l'exercice de ces pouvoirs. Le Parlement européen ne prend pas officiellement part aux travaux, il exerce plutôt des fonctions de contrôle externe.
3. La coopération améliorée et renforcée fondée sur la mise en réseau des autorités nationales en matière de réglementation garantit l'application plus uniforme du droit communautaire par les États membres (niveau 3).
4. Une plus grande attention est portée à l'exécution du droit communautaire, laquelle relève surtout de la Commission, mais sera renforcée par une plus grande coopération entre les États membres et leurs organismes de réglementation (niveau 4).

De plus, la réglementation des valeurs mobilières n'est qu'un aspect du marché intérieur de l'UE. Par conséquent, il est préférable de collaborer à l'adoption des mesures de l'UE portant sur la réglementation des valeurs mobilières, sinon des sanctions pourraient être infligées dans d'autres secteurs[28].

Un régime de passeport canadien ne doit pas nécessairement comporter le même degré de complexité que le régime de l'UE. Les lois sur les valeurs mobilières et les systèmes juridiques des 13 provinces et territoires sont beaucoup plus uniformes que parmi les membres de l'Union européenne, ce qui devrait rendre le processus d'élaboration des politiques plus facile d'application. Ceci étant dit, l'un des principaux enseignements que l'on peut tirer d'un examen du régime de l'UE est que la mise en œuvre d'un modèle de passeport efficace, et plus particulièrement d'un mécanisme d'élaboration des politiques, n'est pas aussi simple qu'il n'y paraît. En outre, l'un des avantages du régime de l'UE par rapport à tout régime de passeport qui pourrait être instauré au Canada est la menace crédible de sanctions pouvant être infligées aux administrations contrevenantes par l'intermédiaire de la CEJ. Il n'existe pas d'organisme supraprovincial d'application comparable au Canada.

Régime d'information multinational Canada-États-Unis

Le RIM, adopté par les organismes de réglementation provinciaux et la SEC en 1991 comme modèle de reconnaissance mutuelle, a permis de diminuer avec succès le nombre de règlements qui font double emploi et de faciliter les financements publics et les opérations de fusions et d'acquisitions transfrontaliers. Il permet aux émetteurs canadiens admissibles de faire aux États-Unis des appels publics à l'épargne visant des titres immatriculés, au moyen d'un prospectus rédigé et examiné par des organismes de réglementation des valeurs mobilières canadiens conformément aux exigences du Canada et de se conformer aux exigences américaines de communication continue de l'information en déposant des documents d'information canadiens auprès de la SEC. Les documents déposés conformément aux formulaires d'enregistrement du RIM ne sont pas examinés par la SEC à moins que celle-ci estime qu'ils posent problème. Le RIM prévoit également que le dépôt de documents canadiens d'offres publiques d'achat et d'autres opérations de fusions et d'acquisitions est réputé satisfaire aux exigences de la SEC. Les dispositions canadiennes accordent aux émetteurs américains un traitement réciproque au Canada.

Le RIM est considéré comme une grande réussite par les émetteurs canadiens d'envergure. Ceux-ci l'ont longuement salué dans leurs mémoires. Plusieurs émetteurs ont demandé instamment que les réformes de la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada appuient son maintien. Les émetteurs américains ont beaucoup moins souvent utilisé le RIM pour accéder aux marchés canadiens. Bien qu'il facilite nettement les financements publics et les opérations de fusions et d'acquisitions transfrontaliers, le RIM n'est habituellement accessible qu'aux plus grands émetteurs et à ceux qui ont des antécédents éprouvés de présentation de rapports destinés au public.

[28] Outre l'importance de l'exécution par la Commission européenne qui est énoncée au niveau quatre de la procédure Lamfalussy, le Comité Lamfalussy a tenté de soutenir l'application au détriment de la négligence ou de la violation par les États membres à deux égards. Premièrement, le Comité Lamfalussy accorde beaucoup de poids à la pression des pairs entre les États membres. Comme la procédure Lamfalussy requiert des réunions régulières du Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières, les organismes de réglementation qui ne se conforment pas aux directives de l'UE feront l'objet de critiques de la part de leurs pairs. Deuxièmement, le Comité Lamfalussy a constitué un « Groupe interinstitutionnel de surveillance », qui est chargé de déterminer si les recommandations du Comité Lamfalussy sont bien promulguées. Monographie – Union européenne, p. 125.

Le RIM est un régime de passeport qui remplit bien son objectif, à savoir faciliter les opérations transfrontalières pour les grands émetteurs canadiens. Il importe toutefois de souligner que la portée du RIM est plus étroite que celle du régime de passeport proposé. Il ne traite pas de questions clés comme la coordination de l'élaboration des politiques et de l'application, qui sont des éléments importants d'un régime exhaustif de réglementation des valeurs mobilières.

Comme nous l'avons mentionné, de nombreux changements sont survenus dans les marchés financiers, et on a assisté à une recrudescence marquée des mouvements de capitaux transfrontaliers au cours de la période consécutive à l'adoption du RIM. Cette période s'est caractérisée par des réformes considérables de la réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis, notamment à l'égard de l'accès, par les émetteurs étrangers, aux marchés financiers américains. Dans le contexte actuel, les États-Unis semblent moins enclins à dispenser les émetteurs étrangers de l'observation des nouvelles normes de réglementation américaines. Nous croyons qu'il est très important que le Canada continue à améliorer son régime de réglementation des valeurs mobilières afin que la SEC continue à avoir la confiance nécessaire dans la législation canadienne sur les valeurs mobilières, ainsi que dans son application, pour que le maintien du RIM soit assuré.

> …il est primordial que les changements apportés à la structure de réglementation ne mettent pas en péril le RIM, qui permet présentement aux émetteurs canadiens d'avoir accès aux marchés financiers américains en subissant beaucoup moins d'inconvénients et de coûts que ce serait le cas autrement.
>
> *Chemin de fer Canadien Pacifique*
> *Calgary (Alberta)*

Points forts du régime de passeport

Un régime de passeport représenterait une amélioration supplémentaire considérable par rapport au maintien de la situation actuelle.

Contact avec un organisme de réglementation unique – Un régime de passeport exhaustif permettrait habituellement[29] aux participants aux marchés financiers de traiter avec un seul organisme de réglementation appliquant un seul ensemble de lois. Le chevauchement des procédures relatives à la conformité et la nécessité d'assurer le suivi des modifications à la réglementation dans des administrations multiples seraient considérablement réduits. Les participants aux marchés ne seraient pas tenus d'attendre que les périodes de retrait aux termes du RIEC soient écoulées ou de passer du temps à traiter de questions comme l'attribution de visas de prospectus et les demandes de dispense avec des organismes de réglementation multiples. On passerait moins de temps à examiner les documents traitant des opérations, ce qui ferait diminuer le risque de manquer des fenêtres de marché.

> La possibilité pour les émetteurs […] de faire affaires avec un organisme de réglementation unique […][dans un régime de passeport] rationaliserait considérablement le processus et procurerait des avantages économiques concrets.
>
> *Discovery Capital Corporation*
> *Vancouver (Colombie-Britannique)*

[29] Les questions d'application peuvent faire en sorte que les participants aux marchés financiers doivent traiter avec plus d'une administration.

Un régime de passeport améliorerait l'accès aux marchés financiers du Canada pour les non-résidents, car ceux-ci n'auraient qu'à se conformer à un ensemble de règles et à traiter avec un organisme de réglementation. Cela devrait se traduire par un nombre accru de possibilités d'investissements à l'étranger pour les investisseurs canadiens.

Avantages d'une présence locale – Le régime de passeport préserverait l'avantage du régime actuel, qui répond aux besoins locaux et régionaux. Comme le régime de passeport maintiendrait l'infrastructure actuelle de réglementation, il subsisterait une présence de réglementation locale et l'on perfectionnerait les compétences industrielles sectorielles. Du fait de leur capacité d'adopter des règles locales, les administrations seraient en mesure de régler des problèmes locaux particuliers.

Facilité relative de transition – Un régime de passeport pourrait en outre être mis en œuvre assez rapidement et sans coûts appréciables. Il s'appuierait sur les 13 organismes de réglementation existants. Ainsi, la transition au nouveau régime ne devrait pas être trop perturbatrice. Le projet concernant la LUVM bat son plein et pourrait tenir lieu de fondement de la législation harmonisée. Cependant, l'une des difficultés clés liée à la transition réside dans l'élaboration et la mise en œuvre d'un mécanisme d'élaboration des politiques qui serait en mesure de produire et de mettre en œuvre une politique en temps opportun.

Point faibles du régime de passeport

Nous sommes d'avis que même le meilleur régime de passeport comporte des lacunes non négligeables et ne suffit pas pour répondre aux besoins des marchés financiers du Canada.

Le régime de passeport n'améliore pas considérablement l'application des lois – Un régime de passeport ne dispose pas d'une coordination centrale des activités d'application. Par conséquent, il subsisterait des priorités d'application divergentes pour les investisseurs de l'ensemble du Canada. Les administrations plus petites ayant des budgets d'application plus modestes ne pourraient pas profiter des effets compensateurs de la centralisation. Les restrictions visant la capacité des organismes de réglementation de sanctionner le comportement ayant eu lieu dans une autre administration demeureraient entières. On ne pourrait pas non plus tirer davantage parti des compétences régionales en matière d'enquêtes et de poursuites à l'échelle nationale concernant des types particuliers d'infractions.

Comme il n'y aurait pas de rationalisation du nombre d'organismes de réglementation des valeurs mobilières dans un régime de passeport, l'affectation des ressources consacrées à l'application demeurerait inefficace. La rationalisation du régime actuel pourrait se solder par des économies budgétaires annuelles considérables. Ces économies pourraient être consacrées à l'application des lois, ce qui améliorerait la qualité de l'application et alignerait les dépenses proportionnelles du Canada en matière d'application sur celles des États-Unis.

Un régime de passeport devrait faire diminuer les pressions exercées sur de multiples organismes de réglementation pour qu'ils fassent enquête et prennent des mesures d'application à l'égard de chaque affaire. Néanmoins, comme les investisseurs auraient le droit de déposer une plainte auprès de l'administration d'origine de l'investisseur et de faire traiter leurs plaintes par ladite administration, le spectre des procédures multiples continuerait de planer. Les participants aux marchés financiers qui fonctionnent à l'échelle interprovinciale devraient donc connaître les règles de toutes les administrations, dans la mesure où elles diffèrent, et s'en accommoder.

Le régime de passeport n'améliore pas suffisamment l'élaboration des politiques – Un passeport uniforme ne donnerait pas lieu à une amélioration appréciable au niveau de la rapidité d'élaboration des politiques. Il faudrait encore dégager un consensus parmi les organismes de réglementation multiples pour élaborer des politiques. Bien que le CCR puisse être conçu pour élaborer des politiques en fonction d'un mécanisme fondé sur la majorité ou la supermajorité, on ne peut dire avec certitude si les provinces jugeraient cette avenue acceptable. Même si elle l'était, dans le cas où une initiative ne plairait pas à une administration importante, le CCR pourrait néanmoins chercher à obtenir l'unanimité pour prévenir la possibilité que cette administration se retire du régime. Cette situation pourrait réduire le rythme et l'efficacité du processus d'élaboration des politiques pour ce qui est de répondre aux conditions actuelles et prévues des marchés financiers.

Nous partageons les préoccupations exprimées par l'ancien président de la CVMO, Ed Waitzer, dans son mémoire, selon lesquelles l'élaboration de politiques par comité peut mener à des normes fondées sur un consensus, plutôt que sur ce qui est juste. Enfin, nous croyons qu'il est impérieux que le Canada dispose d'un organisme de réglementation des marchés financiers pouvant élaborer une politique favorisant l'intérêt national du Canada.

Le régime de passeport ne rehausse pas suffisamment la crédibilité du Canada sur les marchés financiers internationaux – La perception internationale de la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada revêt de l'importance pour les émetteurs canadiens qui cherchent à attirer des capitaux étrangers. Il est peu probable que le régime de passeport améliore la confiance internationale dans la qualité du régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada. Les participants aux marchés financiers internationaux continueraient de percevoir le Canada comme un pays possédant un régime inutilement complexe regroupant 13 organismes de réglementation, surtout à l'égard d'un pays qui représente moins de 3 % des marchés financiers mondiaux et une population à peu près équivalente à celle de l'État de la Californie. En outre, le régime de passeport ne crée pas un organisme de réglementation unique chargé de représenter les intérêts du Canada à l'étranger.

> …il est clair qu'[un régime de passeport] constitue un deuxième choix, car bon nombre des coûts et des inefficacités opérationnelles du régime actuel subsistent, et bon nombre des avantages d'un organisme de réglementation unique ne seraient pas réalisés.
>
> *Scotia Capitaux Inc.*

Le régime de passeport engendre des risques d'instabilité – Bien que divers mécanismess puissent être conçus pour diminuer les probabilités de retrait, rien ne pourrait les éliminer complètement. Chaque administration conserverait le droit de se retirer du régime de passeport à tout moment. Même si des administrations ne se retiraient jamais, la menace d'un retrait pourrait être utilisée comme moyen de négociation entre les organismes de réglementation, ce qui pourrait dénaturer le processus d'élaboration des politiques.

Le régime de passeport ne maximise pas les économies de coûts potentielles – Il serait encore nécessaire de financer les budgets de fonctionnement des 13 organismes de réglementation et des ACVM. Tant la proposition de passeport des ministres provinciaux que le projet concernant la LUVM des ACVM continueraient d'exiger que les émetteurs et les personnes inscrites paient des droits à plus d'un organisme de réglementation, même si un seul organisme de réglementation serait responsable de la surveillance.

Le régime de passeport n'améliore ni la gouvernance ni la responsabilité – Aux termes d'un régime de passeport, la responsabilité est fragmentée, aucune administration ni organisme de réglementation n'étant responsable de la réglementation des marchés financiers du Canada. Alors qu'un ministre provincial aurait la responsabilité de la réglementation des valeurs mobilières devant ses citoyens, si une règle ou une pratique administrative était impopulaire, chaque ministre pourrait soutenir que cette règle ou pratique a été imposée à la province par le CCR ou d'autres administrations provinciales. De même, un organisme de réglementation principal n'assumerait aucune responsabilité directe à l'égard des résidents d'autres administrations.

Conclusion

Bien qu'un régime de passeport complet représenterait une amélioration importante par rapport au régime actuel, ce n'est pas la meilleure structure de réglementation des valeurs mobilières pour le Canada. Nous pouvons faire mieux, et nous devrions faire mieux.

CHAPITRE

SIX

Une commission des valeurs mobilières pour le Canada

Une majorité appréciable des participants aux marchés financiers demandent la création d'un organisme de réglementation unique. Nous convenons qu'un organisme de réglementation unique appliquant une loi unique serait la meilleure structure de réglementation des valeurs mobilières pour le Canada. Dans le présent chapitre, nous décrivons la conception du modèle que nous recommandons. Nous montrons que ce modèle est supérieur au régime de passeport et parvient davantage à atteindre les objectifs d'une structure idéale de réglementation des valeurs mobilières. Nous nous penchons également sur des questions de transition qui devraient être abordées dans le cadre du passage du régime actuel à un organisme de réglementation unique.

Une architecture de collaboration

La meilleure structure de réglementation des valeurs mobilières fait appel à une collaboration de la part des gouvernements fédéral et provinciaux. Tant le gouvernement fédéral que les gouvernements provinciaux joueraient un rôle important. Le rôle du gouvernement fédéral reflète la nature nationale et internationale des marchés financiers du Canada. Les provinces assumeraient un rôle clé dans le choix des commissaires et prendraient part, à l'étape initiale et par la suite, à l'élaboration des lois et règlements. Ainsi, le Canada conserverait l'expérience accumulée par les provinces dans la réglementation des valeurs mobilières. Cela permettrait également d'avoir l'assurance que le régime canadien de réglementation des valeurs mobilières continuera à être appliqué d'une façon qui répond, à l'échelle régionale, aux besoins des investisseurs et des émetteurs dans l'ensemble du Canada. Le modèle prévoit une consultation fédérale-provinciale continue portant sur l'évolution du régime de réglementation des valeurs mobilières du Canada.

La structure que nous recommandons

Le cadre essentiel de la structure que nous recommandons est le suivant :

- Le gouvernement fédéral devrait promulguer une nouvelle loi, qui s'intitulerait Loi canadienne sur les valeurs mobilières. Celle-ci comporterait un mécanisme détaillé de réglementation des marchés financiers pour le Canada. La Loi devrait tenir compte de la législation uniforme en valeurs mobilières (LUVM), qui est en cours d'élaboration par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), et d'autres propositions de réforme législative formulées par les provinces.

CHAPITRE

- Les modifications apportées aux dispositions législatives et réglementaires ne seraient pas mises en application si une majorité de provinces représentant la majorité de la population du Canada s'y oppose.
- La Loi canadienne sur les valeurs mobilières serait appliquée par une commission unique, la Commission canadienne des valeurs mobilières, constituée de neuf commissaires à temps plein représentatifs des régions, dont deux commissaires provenant de l'Ontario et deux provenant du Québec, un commissaire provenant de la Colombie-Britannique et un provenant de l'Alberta, et deux commissaires au total provenant des autres provinces et territoires. Il ne devrait pas y avoir de restriction régionale quant à la nomination du neuvième commissaire.
- Le mandat de la Commission devrait refléter les objectifs de la réglementation sur les valeurs mobilières, en particulier la nécessité de favoriser des marchés financiers équitables et efficaces. Pour offrir un cadre de responsabilité accrue, le mandat devrait aussi obliger explicitement la Commission à fonctionner de manière à favoriser à la fois l'innovation réglementaire et des marchés financiers dynamiques et à reconnaître les caractéristiques particulières des marchés financiers canadiens.
- Les commissaires seraient nommés par le ministre des Finances du Canada parmi des candidats proposés par un comité de mise en candidature. Ce comité serait formé de 10 membres désignés par les provinces (un de chaque province) et de trois membres (représentant respectivement les investisseurs, les personnes inscrites et les émetteurs) désignés par le ministre des Finances.
- Un comité ministériel des politiques en matière de valeurs mobilières devrait être mis sur pied. Il serait constitué des ministres responsables de la réglementation des valeurs mobilières de chaque province et du ministre des Finances du Canada, et formerait une tribune permettant les interventions de nature politique et administrative en vertu du nouveau régime.
- La structure garantirait la sensibilité aux besoins des marchés financiers du Canada, l'usage optimal des compétences existantes et la prestation d'un excellent service local par la Commission. Plus précisément :
    - Le siège de la Commission, qui se trouverait dans la région de la capitale nationale, serait responsable de l'élaboration des politiques, de la coordination des activités des bureaux régionaux et de district, et des rapports avec les autres organismes de réglementation du secteur financier au Canada, ainsi que des questions internationales.

- Il y aurait des bureaux régionaux solides et habilités sur le plan fonctionnel à Vancouver, Calgary, Winnipeg, Toronto, Montréal et Halifax. Les bureaux régionaux examineraient les prospectus et les demandes d'inscription, accorderaient les dispenses, procéderaient aux examens de la conformité ainsi qu'aux enquêtes, lanceraient les procédures d'application des lois et contribueraient à l'élaboration des politiques. Si la situation le justifie, il devrait y avoir des bureaux de district supplémentaires garantissant aux émetteurs et aux investisseurs un traitement efficace et uniforme dans l'ensemble du Canada.
- Des comités consultatifs sur les marchés financiers, représentatifs des émetteurs (grands et petits) et des investisseurs, devraient être formés pour intervenir de manière éclairée auprès de la Commission. Il y aurait une représentation régionale au sein de ces comités.

- Il existerait des niveaux de service garantis, tant à l'échelle nationale que régionale.
- Il y aurait des mécanismes pour garantir la responsabilité à l'égard de la population canadienne et des participants aux marchés financiers.
- Le règlement de différends incomberait à un organisme distinct, qui serait indépendant de la Commission.

Un organisme de réglementation unique pour le Canada

Une structure de réglementation unique est simple et claire. Elle donne un point de contact unique aux participants aux marchés financiers. Elle permettrait une approche coordonnée de l'application, assurerait que les ressources en matière de réglementation sont affectées de manière optimale, faciliterait la coordination avec les autres organismes d'application des lois et accorderait une protection uniforme aux investisseurs dans tout le Canada. Elle faciliterait un processus d'élaboration des politiques amélioré et, au besoin, plus opportun. Elle permettrait une affectation des ressources plus efficace et éliminerait les coûts de conformité et de renonciation supplémentaires. Un organisme de réglementation unique rehausserait « l'image » de la réglementation des valeurs mobilières du Canada à l'échelle internationale.

> ...il devrait y avoir un seul organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières, qui applique une seule série de lois et de règlements sur les valeurs mobilières canadiens. Nous croyons que cette approche permettra l'existence de marchés financiers véritablement concurrentiels et bien réglementés au Canada.
>
> *Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario*
> *Toronto (Ontario)*

Un code unique pour les marchés financiers canadiens

Nous croyons que le Canada tirerait profit d'une loi sur les valeurs mobilières unique et d'un seul ensemble de règles visant toutes les questions de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Cela simplifierait la conformité et diminuerait les coûts connexes, assurerait une protection uniforme aux investisseurs de l'ensemble du pays et améliorerait l'orientation des rapports internationaux concernant les marchés financiers du Canada. Enfin, cette législation constituerait un cadre amélioré dans lequel pourraient être effectuées à l'avenir les modifications visant à tenir compte des changements rapides dans les marchés financiers.

Nous avons envisagé une double structure, dans laquelle les questions de valeurs mobilières qui seraient limitées à une seule province seraient réglementées à l'échelle provinciale, tandis que les questions interprovinciales et internationales seraient réglementées par un organisme national. Compte tenu de la nature intégrée à l'échelle nationale des marchés financiers du Canada et de l'historique de la réglementation provinciale des questions de valeurs mobilières ayant un effet accessoire sur des questions ne relevant pas de la province réglementante, nous croyons qu'il serait difficile d'établir avec certitude une distinction entre les questions qui seraient réglementées à l'échelle nationale et celles qui seraient réglementées à l'échelle provinciale. Le potentiel de chevauchement ajouterait de l'incertitude, ainsi qu'un double emploi et une complexité inutiles. Par conséquent, nous en venons à la conclusion que pour avoir des marchés financiers efficaces, il faut que la législation fédérale s'applique à toutes les questions liées à la réglementation des valeurs mobilières.

Nous croyons que les provinces ont une contribution considérable à apporter en ce qui a trait au contenu de la loi. Le gouvernement fédéral devrait tirer profit des travaux des ACVM dans l'élaboration de la LUVM et d'autres propositions de réforme législative formulées par les provinces.

Nous proposons que le gouvernement fédéral soit tenu de consulter les provinces avant de modifier la législation. Il est important que les gouvernements provinciaux contribuent au processus pour que les changements apportés reconnaissent pleinement les intérêts régionaux. À cette fin, le Comité estime que les modifications à la législation ne devraient pas être mises en application si une majorité de provinces représentant la majorité de la population du Canada s'y oppose[1].

Mandat de la Commission

Il importe que le mandat de la Commission prévu par la loi réponde de manière exhaustive aux besoins et aux attentes de tous les intervenants des marchés financiers du Canada. Au départ, ce mandat devrait comprendre une mention des objectifs fondamentaux de la réglementation, à savoir la protection des investisseurs et la promotion de marchés financiers équitables et efficaces, ainsi que la confiance à l'égard de ces marchés.

[1] Le droit de veto des provinces ne s'appliquerait pas aux règles ou aux politiques établies par la Commission.

Pour procurer un cadre amélioré de responsabilité, le mandat devrait également, selon nous, charger la Commission de fonctionner de manière à tenir compte des caractéristiques particulières des marchés financiers du Canada, en particulier la prépondérance des petites sociétés et leur importance pour les marchés financiers et l'économie, de même que l'importance, pour de nombreux émetteurs canadiens, d'avoir accès aux marchés financiers internationaux. Nous croyons qu'il importe particulièrement d'indiquer dans le mandat que la Commission devrait s'efforcer de favoriser à la fois l'innovation en matière de réglementation et le dynamisme des marchés financiers, et que le fardeau réglementaire ne devrait pas être plus lourd que celui qui est nécessaire pour atteindre les objectifs de la réglementation.

Le mandat devrait être conçu de manière à comporter un énoncé de mission pour la nouvelle Commission.

Le comité ministériel des politiques en matière de valeurs mobilières

Nous recommandons la création d'un comité ministériel des politiques en matière de valeurs mobilières, formé des ministres provinciaux chargés de la réglementation des valeurs mobilières et du ministre des Finances du Canada. Le comité ministériel fournirait un cadre permettant aux provinces d'intervenir tant à l'égard de la formulation des politiques en matière de valeurs mobilières qu'à l'égard de l'administration permanente du régime. Il s'agirait d'une tribune de discussion des questions d'importance pour les marchés financiers du Canada où l'on serait certain de faire valoir des perspectives régionales et des idées innovatrices. Plus particulièrement, le comité ministériel se pencherait sur des propositions de modifications d'ordre législatif pour déterminer si elles seraient acceptables dans le cadre décrit ci-dessus. Le comité ministériel évaluerait également le rendement de la Commission en fonction de ses garanties de prestation de service.

Nous nous attendrions à ce que le comité ministériel s'assure que les politiques canadiennes sur les valeurs mobilières et leur application favorisent la croissance des nouvelles entreprises canadiennes, dont l'importance est cruciale.

Le comité de mise en candidature

Il importe que les commissaires jouissent de la confiance des provinces et des participants aux marchés financiers dans l'ensemble du Canada. À notre avis, la meilleure manière d'atteindre cet objectif passe par l'existence d'un processus dans le cadre duquel les provinces jouent un rôle de premier plan en ce qui a trait à la nomination des commissaires. Il faudrait en outre que ce processus tienne compte du point de vue des participants aux marchés financiers.

Dès lors, nous recommandons la constitution d'un comité de mise en candidature formé de 10 membres représentatifs des provinces (un membre nommé par chaque gouvernement provincial) et de trois personnes nommées par le ministre des Finances du Canada, chargées de représenter respectivement les milieux des émetteurs, des personnes inscrites et des investisseurs. Après avoir consulté le comité de mise en candidature, le ministre des Finances nommerait un de ses membres à la présidence du comité. La structure du comité de mise en candidature assurerait l'acceptation des commissaires par les provinces.

Nous croyons que la contribution des membres des trois groupes d'intervenants sur les marchés financiers au processus de nomination revêt une très grande importance et contribuerait à la sélection de candidats d'excellente qualité.

En proposant un comité de mise en candidature de cette nature, nous nous sommes fortement inspirés de la structure de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC), une initiative fédérale-provinciale conjointe. Conformément à la *Loi sur l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada* (Loi sur l'OIRPC), le gouverneur en conseil nomme les administrateurs, sur recommendation du ministre des Finances du Canada. Un comité fédéral-provincial conjoint élabore une liste de candidats à l'intention du ministère des Finances. Le ministre des Finances doit étudier la possibilité de recommander des administrateurs représentatifs des régions et possédant les qualifications et l'expérience adéquates. Par ailleurs, la Loi sur l'OIRPC ne peut être modifiée sans la collaboration des provinces.

La structure de l'OIRPC comporte un cadre ayant permis de faire ressortir des candidats d'excellente qualité grâce à un processus de nomination dans lequel les provinces font office de participants clés. Résultat, la collaboration intergouvernementale permet d'atteindre les objectifs nationaux. Nous croyons que le processus du comité de mise en candidature que nous avons décrit ci-dessus devrait assurer la même sensibilité aux intérêts régionaux et à d'autres éléments primordiaux à considérer dans les marchés financiers lors du choix important des commissaires.

Composition de la Commission

Nous recommandons que la Commission dispose de neuf commissaires à temps plein.

Le ministre des Finances du Canada nommerait les commissaires à partir d'une liste de candidats présentée par le comité de mise en candidature. La loi exigerait que tous les commissaires aient fait preuve de compétence dans le domaine des marchés financiers ou possèdent d'autres qualifications pertinentes. Même si les commissaires venaient de provinces différentes, ils auraient pour rôle d'agir dans l'intérêt national. Le ministre des Finances aurait le droit de demander que le comité de mise en candidature présente des candidats supplémentaires.

[L'] organisme de réglementation national [...] ne devrait être domine par aucune région ni aucun groupe de participants de l'industrie.

Corporation Canaccord Capital
Vancouver (Colombie-Britannique)

Pour tirer profit de points de vue régionaux, nous recommandons que le ministre des Finances nomme deux commissaires provenant de l'Ontario et deux provenant du Québec, un commissaire provenant de la Colombie-Britannique et un de l'Alberta, et deux commissaires au total provenant des autres provinces et territoires. Il ne devrait pas y avoir de restrictions quant à la nomination du neuvième commissaire.

Nous proposons que le président de la Commission soit choisi par le ministre des Finances parmi les commissaires, après consultation des membres du comité de mise en candidature. Le président serait le porte-parole principal de la Commission. Les commissaires, y compris le président, auraient un mandat de

cinq ans, renouvelable un fois au maximum, afin qu'il existe un cadre de renouveau et de nouvelles approches à l'égard des questions examinées. Certains des premiers mandats devraient durer moins de cinq ans pour permettre des nominations étalées dans le temps, afin que les commissaires n'aient pas tous à être évalués ou remplacés au même moment. Cela assurerait une certaine continuité.

Responsabilité et gouvernance de la Commission

Puisque nous sommes dans une période où les questions de gouvernance et de responsabilité attirent une attention sans précédent, il importe que la Commission soit assujettie à des normes élevées de gouvernance et de responsabilité.

Le Comité croit que la Commission devrait rendre des comptes à la fois au grand public par l'intermédiaire de ses représentants élus et aux participants aux marchés financiers par l'entremise de groupes consultatifs ainsi qu'au moyen de normes de service.

Les régimes contemporains de réglementation des valeurs mobilières renferment des mécanismes de contribution par le public et les participants aux marchés financiers, et de responsabilité à l'égard de ces deux groupes, plus solides que ce que montre l'histoire de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Les décideurs chargés de la conception des structures de réglementation utilisent de plus en plus les normes de service et les conseils consultatifs dans leurs structures de responsabilité. L'Australian Securities and Investments Commission (ASIC) et la Financial Services Authority (FSA) sont toutes deux tenues d'établir des normes de service annuelles et d'inclure une évaluation de leur rendement dans leurs rapports annuels.

Le modèle de l'Australie est particulièrement digne de mention. L'Australie avait un régime décentralisé de réglementation des valeurs mobilières semblable à celui du Canada jusqu'aux années 1990. À la suite des scandales financiers, le pouvoir d'appliquer la réglementation en valeurs mobilières dont disposaient les huit États et territoires australiens a été conféré à l'ASIC, un organisme de réglementation institué par le gouvernement fédéral de l'Australie, qui est devenu le seul organisme de réglementation des valeurs mobilières et du comportement sur le marché de l'Australie. Les États et les territoires craignaient beaucoup que le service subisse les contrecoups du passage à un organisme de réglementation unique. Par conséquent, les ententes créant le nouveau régime exigeaient que l'ASIC « préserve » des indicateurs de niveaux de service équivalents aux « niveaux de service dans chaque État déléguant son autorité et dans le Northern Territory, et ... surveiller le rendement de la Commission par rapport aux indicateurs dans l'État ou le territoire du ministre et faire rapport à chaque ministre étatique ou territorial compétent à cet égard »[2].

Tant l'ASIC que la FSA ont mis sur pied des groupes consultatifs indépendants afin d'obtenir des contributions aux pratiques de réglementation de la part des participants aux marchés. L'Australie a un « groupe consultatif de la clientèle » qui a été formé pour permettre à l'organisme de réglementation national « d'établir des liaisons plus efficaces avec le milieu des consommateurs de produits financiers »[3].

---

2 Corporations Agreement 2002, par. 603(2)

3 Monographie – Australie, p. 182.

La FSA consulte trois groupes : le groupe des clients de services financiers, qui donne le point de vue des clients au sujet de la réglementation; le groupe des spécialistes en services financiers, formé de représentants principaux d'institutions réglementées et d'utilisateurs du marché; le groupe des spécialistes des petites entreprises, dont les membres proviennent de petites sociétés de services financiers. Les trois groupes bénéficient de l'appui de petits secrétariats fournis par la FSA et donnent une rétroaction à la FSA relativement aux initiatives stratégiques actuelles et proposées et au rendement général de la FSA. Le groupe des clients de services financiers et le groupe des spécialistes en services financiers présentent également des propositions de politique officielle à la FSA, et si celle-ci est en désaccord avec une proposition du groupe, elle doit donner par écrit ses motifs, qui paraissent ultérieurement dans le rapport annuel de la FSA.

À notre avis, la reddition de comptes serait rehaussée si de telles politiques étaient adoptées au Canada.

Afin d'assurer une reddition de comptes au public, la Commission serait responsable devant le Parlement par l'intermédiaire du ministre des Finances. La Commission dresserait un budget annuel et un plan de fonctionnement énonçant ses principaux objectifs pour l'année à venir et décrivant les cibles de rendement des niveaux de service. Le comité ministériel passerait en revue le budget annuel et le plan de fonctionnement. Cet examen donnerait l'occasion d'apporter une contribution continue.

La Commission dresserait un rapport annuel devant être déposé au Parlement par le ministre des Finances. Simultanément, la Commission remettrait son rapport annuel au comité ministériel. Le rapport annuel constituerait, entre autres choses, une forme d'autoévaluation du rendement de la Commission par rapport à son budget, à ses objectifs et à ses cibles de l'année précédente et par rapport à ses normes de prestation de service.

Ces mesures, et plus particulièrement l'établissement de normes de prestation de service, assureraient la responsabilité à l'égard des participants aux marchés financiers. Pour rehausser encore davantage la responsabilité envers les participants aux marchés financiers, nous sommes d'avis que la Commission devrait avoir recours aux conseils des groupes consultatifs d'experts, élargissant ainsi le recours à ces groupes par les organismes de réglementation aux termes du régime actuel. Nous ne formulons pas de recommandation particulière relativement à la conception, à la composition ou au nombre des groupes consultatifs de la Commission. De façon générale, cependant, le Comité estime que ces groupes devraient refléter la diversité régionale du Canada et que les représentants des petites et moyennes entreprises devraient former un groupe distinct, compte tenu de leur importance pour l'économie du Canada et du fait que, proportionnellement à leur taille, ils supportent un fardeau plus lourd au chapitre des coûts de la réglementation. Nous croyons que les groupes consultatifs représenteraient une source importante d'idées innovatrices pour les organismes de réglementation et assureraient la prise en considération des besoins des participants aux marchés financiers dans l'élaboration des politiques.

Bureaux de la Commission

Le siège de la Commission serait chargé de l'élaboration des politiques, de la coordination des activités des bureaux régionaux et de district, ainsi que des questions internationales. Des bureaux régionaux solides seraient constitués essentiellement d'employés provenant des organismes de réglementation provinciaux existants, de manière à assurer la continuité des compétences actuelles en matière de réglementation. Si la demande est suffisante, des bureaux de district devraient être mis sur pied afin que les investisseurs de l'ensemble du Canada aient un accès adéquat à la Commission.

Siège

Le siège serait essentiellement chargé d'adopter des règles et des politiques et d'établir des priorités en matière d'application, avec la collaboration des bureaux régionaux. Tous les rapports internationaux et la coordination avec d'autres organismes de réglementation fédéraux et provinciaux du secteur financier seraient traités par le siège, comme le serait la réglementation des bourses et des organismes d'autoréglementation (OAR).

Le siège aurait pour rôle important de coordonner l'activité des bureaux régionaux de manière à veiller à l'affectation efficace des ressources, à la mise en commun des compétences et à l'uniformité de l'approche. Par exemple, l'examen des prospectus pourrait être attribué à un bureau régional ayant des compétences dans le secteur industriel concerné. De même, la dotation en personnel dans les secteurs des enquêtes et des poursuites serait déterminée en fonction des compétences existantes et d'autres facteurs comme la capacité respective des divers bureaux. Le siège s'assurerait également que l'application est coordonnée et qu'il y a une collaboration efficace entre la Commission et les organismes d'application de la loi.

Nous recommandons que le siège de la Commission soit situé dans la région de la capitale nationale. Il se trouverait ainsi très proche d'autres organismes clés d'élaboration des politiques financières et de réglementation, comme la Banque du Canada et le Bureau du surintendant des institutions financières. En outre, la région de la capitale nationale est accessible aux grands marchés financiers ainsi qu'au reste du Canada et aux centres internationaux, et elle dispose d'une main-d'œuvre compétente et bilingue. Cet emplacement soulignerait l'obligation de la Commission de servir l'intérêt national. Cela devrait permettre d'obtenir l'appui des participants aux marchés financiers qui ont formulé de graves préoccupations au sujet d'un organisme de réglementation unique qui serait dominé par une commission des valeurs mobilières provinciale qui existe actuellement.

Présence régionale

Des bureaux régionaux devraient être établis à Vancouver, Calgary, Winnipeg, Toronto, Montréal et Halifax. Les bureaux régionaux continueraient à accomplir à peu près les mêmes activités que les commissions dont le siège se trouve présentement dans ces villes, à une différence essentielle près : ces activités seraient coordonnées par le siège, notamment pour assurer une affectation efficace des ressources.

Les bureaux régionaux examineraient les prospectus et les demandes d'inscription, accorderaient les dispenses, procéderaient aux examens de la conformité et aux enquêtes et lanceraient les poursuites. Ils contribueraient également à l'élaboration des politiques et des règles et constitueraient une source importante d'innovation. Les bureaux régionaux joueraient un rôle clé dans le processus d'application.

> ...nous croyons que les lois nationales et qu'un organisme de réglementation national peuvent répondre adéquatement aux caractéristiques locales ou régionales pouvant exister dans les marchés des valeurs mobilières.
>
> *Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario*
> *Toronto (Ontario)*

Les bureaux régionaux donneraient la possibilité d'établir des contacts directs avec les participants aux marchés financiers, ce qui contribuerait à la conservation et au perfectionnement des compétences sectorielles de l'industrie. En outre, les commissaires voyageraient dans tout le Canada sur une base régulière et travailleraient dans les bureaux régionaux à l'occasion, ce qui améliorerait le processus d'élaboration des politiques, car les commissaires seraient mieux renseignés au sujet des préoccupations régionales.

Des bureaux de district plus petits devraient être établis là où le volume d'activités le justifie. Ils fonctionneraient comme bureaux de réception des plaintes et comme bases des enquêtes locales et de l'application des lois, et contribueraient au processus d'inscription des intermédiaires locaux.

Règlement des différends

Le régime de réglementation doit avoir la capacité de rendre des décisions afin de traiter d'une vaste gamme d'affaires, y compris la procédure d'application des lois et les appels de décisions administratives.

L'une des questions fondamentales consiste à déterminer si, dans la nouvelle structure, le même organisme devrait s'acquitter des fonctions de règlement des différends et des autres responsabilités en matière de réglementation. Cette question fait depuis longtemps l'objet de discussions.

Les autorités provinciales de réglementation actuelles sont multifonctionnelles. Elles élaborent des politiques, mènent des enquêtes et siègent à titre de tribunaux administratifs. La Cour suprême du Canada a statué à de nombreuses reprises qu'un organisme multifonctionnel ne peut faire l'objet de poursuites pour des motifs de crainte raisonnable de partialité si sa structure est autorisée par la loi[4].

Les tenants d'une structure multifonctionnelle soutiennent que les commissaires peuvent mieux promouvoir l'intérêt public s'ils assument plusieurs fonctions. En élaborant des politiques, les commissaires connaissent très bien les objectifs qui sous-tendent la politique gouvernementale. Ils peuvent se servir de ces connaissances pour formuler des priorités d'application et lorsqu'ils rendent des décisions. D'après ces personnes, le résultat net se traduit par une protection plus cohérente de l'intérêt public.

---

4. *Brosseau c. Alberta (Securities Commission)*, [1989] 1 R.C.S. 301 et *Ocean Port Hotel Ltd. c. Colombie-Britannique (General Manager, Liquor Control & Licensing Branch)*, [2001] 2 R.C.S. 781.

Par ailleurs, les personnes qui critiquent cette structure soutiennent qu'un organisme qui réglemente, fait enquête, lance des poursuites et rend des décisions subit les contrecoups d'un conflit d'intérêts inhérent. Les commissaires qui élaborent des politiques peuvent souhaiter que la validité des politiques soit confirmée dans le cadre d'instances décisionnelles, même si les circonstances sont telles qu'il pourrait être injuste ou inapproprié de le faire. Ces personnes affirment que les marchés financiers du Canada seraient mieux servis par une structure ne soulevant pas la perception de conflits d'intérêts. Par conséquent, elles demandent que le règlement des différends relève d'une autre entité[5].

À l'échelle internationale, tant la SEC que la FSA ont séparé, à des degrés divers, les fonctions de décision et d'enquête. Aux États-Unis, les juges spécialisés en droit administratif sont saisis des procédures administratives de la SEC. Ces juges sont des employés de la SEC et leurs décisions peuvent être portées en appel devant la SEC, où des commissaires siègent à des bancs autorisés à rendre des décisions[6]. À l'opposé, le Financial Services and Markets Tribunal de la FSA est tout à fait indépendant de la FSA, a son propre personnel et son propre secrétariat, exploité et financé par un service gouvernemental distinct.

Nous nous sommes penchés sur cette question et nous croyons que le règlement des différends, généralement assuré par les commissions des valeurs mobilières, devrait incomber à un organisme distinct, indépendant de la Commission.

Financement

La Commission devrait être un organisme indépendant autofinancé qui fonctionne en mode de recouvrement des coûts. Le financement serait fourni au moyen des droits imputés aux participants aux marchés financiers. Les droits doivent être raisonnables et justifiables. Si jamais les droits totaux excédaient d'un pourcentage précis les dépenses totales, il devrait y avoir réduction des droits l'année suivante. Les droits devraient être fixés à un niveau qui impose un fardeau équitable aux participants aux marchés financiers en regard des coûts de réglementation. Dans la mesure où certaines activités, comme les efforts accrus déployés en matière d'application, servent davantage l'intérêt public, il pourrait être approprié qu'elles soient en partie financées à même d'autres revenus du gouvernement fédéral.

Des mesures de contrôle appropriées doivent être appliquées aux organismes autofinancés afin que leurs budgets demeurent dans des limites raisonnables. Par conséquent, la Commission devrait déposer un budget annuel et un plan de fonctionnement auprès du ministre des Finances du Canada, et ces documents seraient revus par le comité ministériel des politiques en matière de valeurs mobilières. Ce comité examinerait également la rentabilité de la Commission.

---

5 Il importe de signaler que, dans plusieurs administrations, les commissaires qui autorisent les enquêtes se voient interdire par la loi de siéger à un comité tranchant l'affaire en question.

6 Toutefois, les juges spécialisés en droit administratif sont nommés par un organisme gouvernemental de l'extérieur, qui détermine leur traitement et leur promotion. Phil Anisman, « The Ontario Securities Commission as Regulator: Adjudication, Fairness and Accountability », Document de travail, 3 octobre 2003, p. 34.

Pour atténuer les possibilités de conflit d'intérêts, les amendes et les montants restitués aux termes d'une ordonnance, ou provenant d'un règlement, ne devraient pas être conservés par la Commission.

Les OAR

Les OAR comme l'ACCOVAM, l'ACCFM et les bourses, ainsi que d'autres organismes de réglementation comme SRM, continueraient à jouer un rôle crucial dans la réglementation, selon le modèle recommandé. Ces entités seraient dorénavant supervisées par un seul organisme de réglementation. En plus de faire diminuer les coûts de conformité aux OAR, la surveillance par un seul organisme de réglementation devrait entraîner une réglementation plus saine, car la Commission pourrait assurer une uniformité accrue entre ses politiques et celles des OAR.

Bien qu'il estime que l'autoréglementation constitue une caractéristique importante de notre régime de réglementation, qui devrait être préservée, le Comité a entendu de nombreuses plaintes selon lesquelles les OAR sont trop nombreux. Plus particulièrement, certains petits investisseurs se sont dits frustrés par le mécanisme de règlement des conflits de l'ACCOVAM. En outre, certains commentateurs ont proposé qu'il y ait une rationalisation du nombre d'OAR. La révision complète des OAR dépassait le cadre de notre mandat. Nous ne formulons donc pas de commentaires sur la question de savoir si ces préoccupations étaient justifiées. Il ne fait aucun doute que la Commission, une fois constituée, voudra faire le point sur le rendement et les responsabilités des OAR les plus importants.

Motifs qui sous-tendent notre recommandation

La Commission canadienne des valeurs mobilières est l'organisme qui réalise le mieux les objectifs d'une structure de réglementation des valeurs mobilières idéale. Elle conserve les points forts de l'ancienne structure et rectifie ses points faibles d'une façon qui est supérieure à un régime de passeport. Elle est conforme à l'envergure et au fonctionnement des marchés financiers du Canada, qui sont intégrés, nationaux et internationaux.

La réglementation nationale offrira un véritable avantage aux petits investisseurs [...]. Un organisme de réglementation national aurait les ressources, le pouvoir et l'habileté de prévoir, de surveiller et de protéger véritablement les investisseurs. Le résultat sera une économie plus forte, un contexte d'investissement favorable, des coûts plus faibles et une administration moins lourde pour les participants; par ailleurs, un plus grand nombre de Canadiens seraient mieux en mesure de décider avec assurance de leur propre destinée financière.

Small Investor Protection Association
Markham (Ontario)

Application efficace – Le modèle recommandé comporte une approche coordonnée de l'application, veille à ce que les ressources soient affectées de manière optimale, facilite la coordination avec d'autres organismes d'application de la loi, permet de prendre des mesures d'application d'envergure nationale, le cas échéant, et assure une protection uniforme des investisseurs dans tout le Canada. Un régime de passeport ne constitue pas une amélioration importante sur le plan de l'application.

Innovation et développement stratégiques – Le modèle recommandé facilite une élaboration des politiques améliorée et, au besoin, plus rapide. Grâce à son orientation consistant à servir l'intérêt national, à son rôle dans la coordination des rapports en valeurs mobilières du Canada sur la scène internationale et à la collaboration du comité ministériel, des bureaux régionaux et de district et des groupes consultatifs, la Commission tirerait profit d'un large point de vue du marché et des faits nouveaux à ce chapitre et serait bien placée pour élaborer des politiques saines et innovatrices. Le modèle recommandé offrirait une activité d'élaboration des politiques supérieure à celle d'un régime de passeport, qui requiert l'établissement d'un consensus entre des organismes de réglementation multiples ayant des priorités et des approches différentes.

Rentabilité – Le modèle recommandé élimine les chevauchements superflus, permet d'affecter les ressources de façon plus efficace et élimine les coûts de conformité et de renonciation additionnels qui découlent de la multiplicité des organismes de réglementation. Bien que le régime de passeport puisse éliminer certains coûts de conformité et de renonciation additionnels, il n'élimine pas le double emploi de ressources et il prévoit le maintien du paiement de droits multiples.

Sensibilité aux besoins des nouvelles sociétés – Le modèle recommandé s'attaque au fardeau réglementaire disproportionné que place le régime actuel sur les petites et nouvelles entreprises en éliminant la réglementation qui fait double emploi. De plus, les points de vue et les exigences des petites et des nouvelles entreprises sont pris en compte par le truchement des groupes consultatifs et des normes de service.

> un organisme national de réglementation des valeurs mobilières unique rehausserait l'image du Canada sur la scène internationale, tiendrait lieu de plateforme pour poursuivre l'harmonisation internationale de la réglementation s'il y a lieu et accroîtrait généralement la confiance dans la qualité de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.
>
> *Groupe Financier Banque TD*

Perspectives internationales – Un organisme de réglementation unique rehausse « l'image » de la réglementation des valeurs mobilières du Canada à l'échelle internationale. Il est conforme à la structure de réglementation des valeurs mobilières de tous les autres pays industrialisés et permet de représenter plus efficacement les intérêts du Canada sur la scène internationale. Le régime de passeport n'atteint pas suffisamment ces objectifs.

Sensibilité aux besoins locaux et régionaux – Le modèle recommandé comprend une présence locale par l'intermédiaire des bureaux régionaux et de district et bénéficie des points de vue régionaux formulés par les commissaires, par le comité ministériel des politiques en matière de valeurs mobilières et par les groupes consultatifs. De plus, il pourrait mieux tirer parti des compétences sectorielles à l'échelle nationale que ne le ferait le régime de passeport.

Stabilité – Le modèle recommandé s'applique dans tout le Canada. Les administrations ne peuvent pas se retirer comme elles le pourraient dans un régime de passeport.

Égalité de traitement pour les investisseurs – Le modèle recommandé prévoit une protection uniforme des investisseurs et maximise les possibilités d'investissement. Le régime de passeport n'offre pas de protection uniforme des investisseurs.

Responsabilité et gouvernance – Le modèle recommandé comporte un niveau de responsabilité unique à l'égard de la population canadienne et des participants aux marchés financiers et offre une structure de gouvernance exemplaire. Le régime de passeport n'améliore pas, comme tel, la responsabilité ou la gouvernance.

Simplicité – Une structure de réglementation unique est simple et claire, offrant un point de contact unique pour les participants aux marchés financiers. Elle devrait favoriser un examen plus rapide des opérations sur les marchés financiers, ce qui va de pair avec une protection des investisseurs appropriée. Le régime de passeport maintiendrait le régime complexe de 13 organismes de réglementation au Canada.

Questions de transition

Il faudrait rédiger de nouvelles lois, règles et politiques fédérales sur les valeurs mobilières. Nous croyons que le gouvernement fédéral devrait tenir compte de la LUVM et d'autres propositions de réforme législative formulées par les provinces et collaborer étroitement avec des représentants des ACVM lorsqu'il procédera à la rédaction.

S'ils décident de collaborer, les gouvernements provinciaux devraient adopter une loi qui intègre par renvoi la nouvelle loi fédérale sur les valeurs mobilières, délègue des pouvoirs administratifs à la Commission, dissout leurs organismes de réglementation des valeurs mobilières existants et règle les autres questions de transition dont il est question ci-après. Cette loi provinciale assurerait une transition rapide et en douceur et inspirerait confiance aux participants aux marchés financiers.

Il est crucial que la transition cause le moins de perturbations possible dans l'activité des marchés financiers. Par conséquent, la loi fédérale et les lois provinciales menant à la mise sur pied de la Commission devraient entrer en vigueur à la même date, et les participants aux marchés financiers devraient en être avisés suffisamment à l'avance pour se préparer à la transition. Voici certaines questions clés qui devront être réglées :

- L'élaboration d'une structure organisationnelle, y compris les divisions de la Commission, les postes à combler et les responsabilités hiérarchiques.
- Dans toute la mesure du possible, conformément à l'objectif d'efficacité, le transfert des employés des organismes de réglementation existants au siège, aux bureaux régionaux et aux bureaux de district de la Commission.
- Des dispositions de transition, au moment de la mise en œuvre, pour des activités en cours comme les dépôts de prospectus, les demandes, les inscriptions, les ordonnances de reconnaissance, les enquêtes et les mesures d'application.

Le ministre des Finances du Canada et les ministres provinciaux chargés de la réglementation des valeurs mobilières s'occuperaient de certaines de ces questions. Les autres questions devraient être réglées par un comité de transition nommé par le ministre des Finances, qui devrait travailler en étroite

collaboration avec les organismes de réglementation provinciaux dans l'exécution de son mandat.

Comme la mise sur pied de la Commission canadienne des valeurs mobilières est une question d'importance nationale, le gouvernement fédéral devrait payer tous les frais de transition directs.

Nous recommandons que le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux mettent en œuvre notre recommandation sans tarder. Si, toutefois, ce ne sont pas toutes les provinces et tous les territoires qui décident de participer à l'établissement de la Commission canadienne des valeurs mobilières, nous recommandons que le gouvernement fédéral donne quand même suite à la mise en œuvre de la structure recommandée, de façon à ce que le Canada dispose d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique. Bien que la collaboration des provinces soit certes préférable, elle n'est pas absolument nécessaire. Les avis constitutionnels présentés au Comité confirment cette conclusion.

> Il est temps de mettre de côté les querelles constitutionnelles fédérales-provinciales.
>
> *Fidelity Investments Canada Limited*
> *Toronto (Ontario)*

CHAPITRE sept

C'est le temps d'agir!

Le moment est venu, pour le Canada, de disposer d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique. Les marchés financiers du monde entier continuent à s'intégrer et à devenir plus concurrentiels et importants pour la croissance et la prospérité économiques. Le Canada se trouve actuellement à la croisée des chemins. D'autres pays ont adapté plus rapidement leur structure de réglementation en réaction à ces tendances. De deux choses l'une : soit nous conservons une structure de réglementation fragmentée qui a servi adéquatement le Canada par le passé mais qui est mal adaptée aux réalités contemporaines, soit nous choisissons d'élaborer une structure de réglementation qui aide les marchés financiers canadiens à devenir la source d'un avantage comparatif dans le marché mondial de plus en plus concurrentiel.

Les Canadiens ne devraient accepter que la meilleure solution possible.

Association des banquiers canadiens

Nous croyons que le choix s'impose de lui-même. Le Canada ne peut pas se permettre de rester passif. Nous demandons par conséquent au gouvernement fédéral et aux gouvernements provinciaux de participer à la création de la Commission canadienne des valeurs mobilières. Les Canadiens recherchent une collaboration fédérale-provinciale accrue afin qu'il soit donné suite aux priorités de politique publique importantes. Les deux ordres de gouvernement ont maintenant l'occasion de conjuguer leurs efforts et d'agir dans l'intérêt national.

D'autres pays sont déjà passés à l'action. En Australie, un État fédéral qui se caractérise par sa diversité régionale et le partage de ses pouvoirs constitutionnels en matière de réglementation des valeurs mobilières, et les gouvernements fédéral et des États ont œuvré ensemble à la constitution de l'ASIC – organisme de réglementation des valeurs mobilières unique également responsable du comportement sur le marché – et ont ainsi reconnu qu'un organisme de réglementation unique servait l'intérêt national de l'Australie. Nous croyons que ce même esprit de collaboration peut, et devrait, animer la création de la Commission canadienne des valeurs mobilières.

Nous sommes d'avis que les gouvernements fédéral et provinciaux devraient mettre notre recommandation en œuvre sans tarder.

Plus que jamais, l'idée du changement fait son chemin, et cette idée est partagée par les participants aux marchés financiers, par les gouvernements et par les organismes de réglementation. Il s'agit d'une occasion sans précédent d'améliorer la structure de réglementation des valeurs mobilières du Canada.

Le temps est venu de passer à l'action.

ANNEXE

A

Historique, mandat et composition du CPA

Le Rapport MacKay

Le 15 novembre 2002, Harold MacKay a présenté au ministre des Finances du Canada un rapport recommandant que le ministre, de concert avec les provinces et les territoires, forme un Comité de personnes averties chargé d'examiner la situation et de formuler des recommandations à l'intention des décideurs relativement au modèle approprié de réglementation des valeurs mobilières au Canada. Le rapport de M. MacKay faisait suite à un mois de consultations avec les participants aux marchés financiers et d'autres parties intéressées; ces consultations ont mis en évidence un consensus quant au fait que le régime actuel de réglementation des valeurs mobilières doit être rapidement et considérablement amélioré.

Constitution et mandat du CPA

En réponse à ce rapport, le ministre des Finances a formé le Comité de personnes averties en mars 2003. Le Comité est investi du mandat suivant :

« Étant donné :

- qu'un marché financier dynamique et efficace au Canada contribuera à la croissance économique au moyen de la mobilisation efficace de l'épargne et de la prestation d'un financement à faible coût pour les entreprises nouvelles et existantes;
- que la réglementation efficace et attentive des valeurs mobilières est un important facteur pour assurer le dynamisme et l'efficience des marchés financiers;
- que la réglementation des valeurs mobilières doit assurer un niveau élevé de protection aux investisseurs, surtout à la lumière de la loi Sarbanes-Oxley établie en réponse aux scandales financiers survenus aux États-Unis, dont celui d'Enron;
- qu'un grand nombre de Canadiennes et de Canadiens estiment que le régime actuel de réglementation des valeurs mobilières au Canada peut être amélioré et doit l'être;

ANNEXE A

un Comité de personnes averties est mis sur pied. Le Comité :

1. examinera et évaluera les forces et les faiblesses de l'actuel régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada;
2. recommandera la structure réglementaire qui répondra le mieux aux besoins du pays;
3. recommandera un modèle de régie et décrira un cadre de reddition de comptes.

La structure de réglementation proposée par le Comité devrait :

- assurer une saine protection aux investisseurs et leur prouver que les marchés financiers canadiens sont réglementés selon les normes les plus élevées, et que ces normes sont rigoureusement et uniformément observées partout au Canada;
- assurer l'efficience des marchés financiers canadiens pour les entreprises de toute taille, et ne pas imposer un fardeau déraisonnable aux entreprises qui cherchent à mobiliser des capitaux ou aux sociétés qui veulent offrir des services de marchés financiers;
- favoriser le dynamisme et l'innovation des marchés financiers partout au Canada;
- présenter aux investisseurs, aux gouvernements et aux organismes de réglementation étrangers un portrait positif de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Dans l'exécution de ce mandat, le Comité consultera les gouvernements, les organismes de réglementation, les participants au marché et le public canadien sur ces questions, et il se penchera sur les autres points soulevés dans le cadre de ces discussions. Le Comité devrait, dans la mesure du possible, collaborer avec les gouvernements et les organismes de réglementation provinciaux et tenir compte des travaux des processus complémentaires visant à améliorer la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

Le Comité accordera aussi une attention particulière au bien-fondé des deux modèles suivants aux fins de la réalisation des objectifs susmentionnés :

(a) une version bonifiée du régime actuel, qui tiendra compte des modifications pratiques et réalisables qui seront proposées par le Comité, de façon à établir une plus grande communauté d'intérêts et une efficience accrue;

(b) un modèle de commission unique dans le cadre duquel les gouvernements adhérents regroupent une partie ou la totalité de leurs pouvoirs en un organisme de réglementation unique qui administre une seule série de règles.

Le Comité peut aussi envisager d'autres modèles, notamment des combinaisons des modèles ci-dessus.

Dans l'élaboration de ses recommandations, le Comité devra en outre :

- déterminer les défis qu'il faudra relever afin de concrétiser le modèle qu'il recommande, et proposer des façons de régler les problèmes en découlant;
- aborder les questions problématiques de mise en œuvre, dont les coûts de transition, si de grands changements institutionnels devaient être proposés.

Le Comité encadrera des employés dévoués qui l'aideront dans son processus de consultation, et qui lui permettront d'entreprendre ou d'organiser des travaux de recherche ou de rédiger les articles ou les documents de travail qu'il jugera nécessaires à l'appui de ses travaux, sous réserve des contraintes budgétaires.

Le Comité de personnes averties soumettra son rapport final d'ici le 30 novembre 2003. »

Membres du Comité

Michael E. J. Phelps, O.C. (président)

Président de Dornoch Capital Inc., une société privée d'investissement, M. Phelps a été autrefois président et chef de la direction de Westcoast Energy Inc. Il occupe également des postes de cadre supérieur et d'administrateur au sein de plusieurs sociétés d'énergie, siégeant notamment au conseil d'administration de la Duke Energy Corporation. M. Phelps occupe également un poste de directeur à la Banque Canadienne Impériale de Commerce, à la Canadien Pacifique Limitée et à la Canfor Corporation, et il est président de la GLOBE Foundation of Canada. M. Phelps est président du comité de mise en candidature de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada. Il siège également au conseil consultatif de Aon Reed Stenhouse Inc. M. Phelps est chargé de cours et professeur adjoint éminent de la Sauder School of Business de l'Université de la Colombie-Britannique. Plus tôt dans sa carrière, M. Phelps a été avocat en exercice au Manitoba et conseiller spécial du ministre de l'Énergie, des Mines et des Ressources du Canada. M. Phelps a été nommé Officier de l'Ordre du Canada en 2001. Il a obtenu un diplôme en droit de l'Université du Manitoba en 1970 et une maîtrise en droit de la London School of Economics en 1971.

Harold H. MacKay, O.C., c.r. (vice-président)

Associé principal du cabinet d'avocats de Regina MacPherson Leslie & Tyerman LLP, M. MacKay a été président du Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien de 1997 à 1998; il a également conseillé les gouvernements de la Saskatchewan et du Canada au sujet de divers enjeux stratégiques, notamment l'enseignement postsecondaire et la régie des sociétés d'État. Il a aussi été administrateur principal de la Banque du Canada et président et administrateur de la Banque fédérale de développement. M. MacKay est actuellement président du Saskatchewan Institute of Public Policy, et il est économiste invité Clifford-Clark auprès du ministère des Finances du Canada. Il a été nommé Officier de l'Ordre du Canada en novembre 2002. M. MacKay a obtenu un diplôme en droit de l'Université Dalhousie en 1963.

Thomas I. A. Allen, c.r.

Associé principal chez Ogilvy Renault, président du Conseil de surveillance de la normalisation comptable et membre du conseil consultatif du Bureau du surintendant des institutions financières, M. Allen est président de la Westwind Capital Corporation, société-mère d'un cabinet de courtage indépendant, et il a été vice-président chez Gordon Capital Corporation. Il a pendant longtemps été administrateur public de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM). M. Allen est directeur d'un certain nombre de sociétés publiques. Il a obtenu un diplôme en droit de l'Université Western Ontario en 1963.

Pierre Brunet, O.C., F.C.A.

Président de l'Institut Canadien des Comptables Agréés, M. Brunet a été, avant son départ à la retraite en 2001, président et chef de la direction de la Financière Banque Nationale et président de l'ACCOVAM de 1984 à 1985. M. Brunet siège actuellement au conseil d'administration d'un certain nombre de sociétés et d'organismes culturels et éducatifs, et il a été nommé Officier de l'Ordre du Canada en 1999. M. Brunet est diplômé de l'École des hautes études commerciales, et il est devenu comptable agréé en 1964.

Wendy K. Dobson

Directrice de l'Institute for International Business et professeur à la Rotman School of Management de l'Université de Toronto, Mme Dobson est l'auteure d'un certain nombre de monographies sur des questions financières et monétaires internationales. Elle enseigne l'économie et les affaires internationales et est membre de plusieurs réseaux de politique internationale. Mme Dobson est membre du conseil d'administration de La Banque Toronto-Dominion, de TransCanada Corporation et de MDS Inc., et est vice-présidente du Conseil canadien sur la reddition de comptes. Elle a été présidente de l'Institut C.D. Howe et sous-ministre déléguée au ministère des Finances du Canada à Ottawa. Mme Dobson détient un doctorat en économie de l'Université Princeton.

Edwin C. Harris, c.r.

Avocat au cabinet de Halifax du cabinet Patterson Palmer, M. Harris est membre de la rédaction de la *Revue fiscale canadienne*. Il a été président de l'Association canadienne d'études fiscales de 1992 à 1993 et président du Conseil consultatif sur les recherches comptables de l'Institut Canadien des Comptables Agréés de 1986 à 1989. Il a également enseigné le droit corporatif et fiscal à la Dalhousie Law School. M. Harris a obtenu un diplôme en commerce de l'Université Dalhousie en 1954, un diplôme en droit de la même université en 1958, et une maîtrise en droit de l'Université Harvard en 1959.

Michael J. Tims

Président de Peters & Co. Limited, une société de services financiers de Calgary spécialisée dans les services de courtage en valeurs mobilières, le financement et le regroupement des sociétés, M. Tims a été président du Fonds canadien de protection des épargnants de 1998 à 2000 et président de l'ACCOVAM de 1995 à 1996. Il est le président sortant du West Island College, une école privée bilingue de Calgary. M. Tims a déjà enseigné la politique des affaires et des finances à l'Université de Calgary et il reste très actif au sein de cette université et d'autres organismes. Il a obtenu un diplôme de l'Université de Calgary en 1976, et il détient une maîtrise en administration des affaires de l'Université Harvard.

Conseillers professionnels

Elizabeth J. Harrison, c.r.
directrice exécutive
(Farris, Vaughan, Wills & Murphy, Vancouver)

Clay Horner
conseiller spécial
(Osler, Hoskin & Harcourt s.r.l., Toronto)

Candy L. Saga
conseillère principale de la directrice exécutive
(Farris, Vaughan, Wills & Murphy, Vancouver)

A. Douglas Harris
directeur de recherches
(Capital Markets Institute de l'Université de Toronto, Toronto)

Jeremy D. Fraiberg
conseiller principal en politiques
(Torys LLP, Toronto)

Gordon Boissonneault
économiste principal
(ministère des Finances, Ottawa)

Joshua L. Pekarsky
conseiller en communications
(Longview Communications Inc., Vancouver)

ANNEXE B

Processus du CPA

Le rapport et les recommandations du Comité résultent d'un processus de neuf mois comportant trois volets : des consultations approfondies avec les participants aux marchés financiers (y compris les investisseurs, les émetteurs, les intermédiaires et les fournisseurs de services professionnels), les législateurs et les organismes de réglementation; le parrainage et l'examen d'études de recherches indépendantes; de longues délibérations.

Document de consultation

Le 8 mai 2003, Michael Phelps, président du CPA, a publié un document de consultation visant à obtenir la contribution des participants aux marchés financiers, des législateurs et des organismes de réglementation sous forme de mémoires, qui devaient être présentés au plus tard le 30 juin 2003, ou de consultations en personne devant être tenues par le Comité dans des villes aux quatre coins du pays. Le document de consultation a été publié sur le site Web du Comité (www.wise-averties.ca) et acheminé directement à de nombreuses parties qui, de l'avis du Comité, seraient intéressées par la question, y compris des associations industrielles, des investisseurs institutionnels et des gestionnaires de portefeuilles, des émetteurs, des intermédiaires et des organismes de réglementation. Le Comité a également publié un communiqué de presse et a annoncé les dates des consultations dans les journaux locaux pertinents.

Le document de consultation posait une série de questions, dont les suivantes :

1. Quels sont, selon vous, les principaux points forts et points faibles de la structure actuelle?
2. Quel est le degré d'efficacité des mesures d'exécution prises au Canada en regard des marchés financiers? Est-ce que la structure de réglementation actuelle a pour effet d'accroître l'efficacité des mesures d'exécution ou au contraire de la diminuer? Quels sont les principaux points à considérer à cet égard?
3. Quel effet a la structure de réglementation du Canada sur la compétitivité internationale de nos marchés financiers et de notre économie?
4. Quelles sont les répercussions de la structure actuelle sur les coûts d'observation de la réglementation des valeurs mobilières? De quelle manière les initiatives récentes des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont-elles modifié ces coûts? Existe-t-il d'autres points importants à considérer sur le plan de l'efficience?

ANNEXE B

5. Les marchés financiers du Canada présentent-ils des caractéristiques locales ou régionales qui ont des répercussions sur vous? Quelles sont les exigences locales et régionales auxquelles répond la structure actuelle, et quelle forme cela prend-il, le cas échéant? Plus particulièrement, est-ce que les petites et moyennes entreprises à fort potentiel de croissance ont des besoins particuliers, et comment la structure réglementaire actuelle répond-elle à ces besoins?

6. Comment percevez-vous la vitesse de réponse, la réceptivité et la souplesse du système actuel d'élaboration des politiques, des règles et des règlements et, s'il y a lieu, de leur révision ou de leur simplification afin qu'elles s'adaptent à de nouvelles circonstances?

7. Quelle est votre évaluation des structures de réglementation en place dans les pays? Y a-t-il des leçons à apprendre de l'expérience acquise à l'étranger?

8. Quel serait le meilleur système de réglementation des valeurs mobilières pour le Canada?

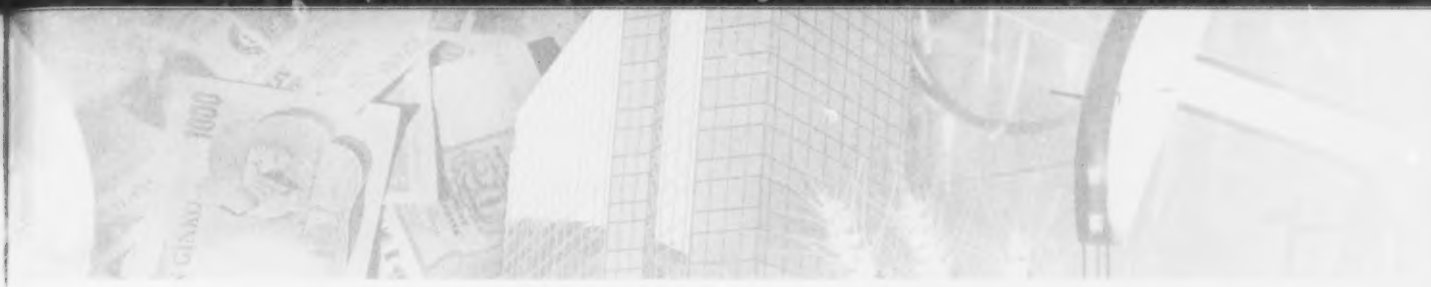
Mémoires

Le Comité a reçu au total 92 mémoires d'une vaste gamme de participants aux marchés. Les mémoires reçus venaient de 14 particuliers investisseurs, de 12 gestionnaires d'actifs, de 18 émetteurs (à l'exclusion des institutions financières), de 11 institutions financières, de 16 associations commerciales ou industrielles, de 10 cabinets d'avocats et de 11 organismes de réglementation ou organismes d'autoréglementation.

Les mémoires venaient de partout au pays, dont 11 de la Colombie-Britannique, 11 de l'Alberta, 6 du Manitoba et de la Saskatchewan, 36 de l'Ontario, 6 du Québec, 5 du Canada atlantique et 17 de sociétés ou organisations nationales.

Les mémoires seront affichés pendant un certain temps sur le site Web du Comité, à www.wise-averties.ca[1].

[1] Quelques mémoires n'ont pas été affichés sur le site Web à la demande des auteurs de ces mémoires.



Consultations au Canada

Le Comité a tenu neuf jours de consultations dans diverses régions du pays, dont une journée à Halifax, Winnipeg, Regina, Calgary et Vancouver (cinq jours au total), deux jours à Toronto et deux jours à Montréal. Le Comité a rencontré 41 personnes ou groupes de personnes, y compris des particuliers investisseurs, des gestionnaires de portefeuilles, des émetteurs, des intermédiaires et des conseillers professionnels. Plus des deux tiers des parties qui ont pris part aux consultations ont également présenté des mémoires au Comité. Les membres du Comité ont en outre rencontré des organismes de réglementation des valeurs mobilières d'un certain nombre de provinces et certains ministres provinciaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières.

Consultations internationales

En outre, les membres du Comité ont mené des consultations à Londres, Bruxelles, New York, Boston et Washington, D.C. Ils ont rencontré des représentants des organismes de réglementation des valeurs mobilières et des services financiers, des bourses et d'autres organismes d'autoréglementation, ainsi que des membres du personnel législatif, des investisseurs institutionnels et des intermédiaires.

Recherche

Le Comité avait pour priorité de fonder ses recommandations sur une analyse approfondie des faits et des questions en jeu. Le Comité a parrainé neuf monographies indépendantes et une monographie préparée par le personnel du Comité, sous la coordination de A. Douglas Harris, directeur de recherche nommé par le Comité. Voici la liste de ces monographies :

1. Gordon Boissonneault, *La relation entre les marchés des capitaux et la croissance économique : conséquences pour le Canada;*
2. Joel Seligman, *Le modèle américain de réglementation fédérale et étatique des valeurs mobilières;*
3. Karel Lannoo et Mattias Levin, *La réglementation des marchés des valeurs mobilières dans l'UE – La relation entre la Communauté et les États membres;*

4. Ralph Simmonds et Ray Da Silva Rosa, *L'incidence de la fédéralisation de la réglementation des valeurs mobilières en Australie : perspective de la périphérie;*
5. Poonam Puri, *Intérêts locaux et régionaux dans le débat sur la structure optimale de réglementation des valeurs mobilières;*
6. Douglas Cumming, Aditya Kaul et Vikas Mehrotra, *Capitaux privés et préférences provinciales;*
7. Douglas Cumming, Aditya Kaul et Vikas Mehrotra, *La fragmentation et les marchés boursiers canadiens;*
8. Mary Condon, *L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada;*
9. Charles River Associates, *L'effet des organismes de réglementation multiples sur l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada;*
10. Anita Anand et Peter Klein, *Les coûts de la conformité au régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada.*

Les monographies sont publiées dans un volume complémentaire.

Avis constitutionnels

Pour confirmer la viabilité constitutionnelle d'un modèle de réglementation des valeurs mobilières qu'il recommande, le Comité a demandé l'avis juridique des trois éminents experts suivants, qui viennent du Québec, de l'Ontario et de la Colombie-Britannique :

1. L. Yves Fortier, C.C., c.r., Ogilvy Renault, Montréal;
2. John B. Laskin, Torys LLP, Toronto;
3. L'honorable Allan McEachern, Fasken Martineau DuMoulin s.r.l., Vancouver.

Les trois avis sont publiés avec les monographies dans un volume complémentaire.

Délibérations

Les membres du Comité se sont longuement réunis pour examiner et analyser la contribution des participants aux marchés ainsi que les résultats des études de recherche, et pour élaborer leurs recommandations et finaliser le rapport.

ANNEXE C

Liste des auteurs de mémoires et des participants aux consultations

Advocis
(Association des conseillers en finances du Canada)

AGF Management Limited

Alberta Securities Commission

Anglin Stewart Investment Group

Anina International Capital Corporation

Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

Association canadienne des marchés des capitaux

Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs

Association des banquiers canadiens

Association des comptables généraux accrédités du Canada

Association des conseillers en gestion de portefeuille du Canada

Association du Barreau canadien, division de la Nouvelle-Écosse (section des valeurs mobilières)

Association du Barreau de l'Ontario

Association for Investment Management and Research

Banque Canadienne Impériale de Commerce

Barclays Global Investors

Beacon Securities Ltd.

Bennett Jones LLP

BMO Groupe financier

Bourse de Montréal

British Columbia Securities Commission

Burney, D.H., directeur général de CAE inc.

Cameco Corporation

Canadian Listed Company Association

Canfor Corporation

Chambre de commerce du Canada

Chambres de commerce de la Colombie-Britannique et du Yukon

Chemin de fer Canadien Pacifique

Claude Resources Inc.

Cleroux, Marcel

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Compagnie Pétrolière Impériale Ltée

Conseil canadien des chefs d'entreprise

Corporation Canaccord Capital

Cosgrove, Patricia

CP Ships Limited

Desjardins Ducharme Stein Monast

Di Novo, John

Discovery Capital Corporation

Eddy & Downs

Emera Inc.

Enbridge Inc.

Encana Corporation

Fasken Martineau DuMoulin s.r.l.

Feldman, Mark

Fidelity Investments Canada Limited

Fonds de Solidarité FTQ

George Weston limitée/
Les Compagnies Loblaw limitée

Gorgendiere (de la), Marcel

Greystone Managed Investments Inc.

Groupe financier Banque TD

Groupe TSX Inc.

Grover, Warren

Hitchens, Barry

Institut C.D. Howe

Institut canadien des valeurs mobilières

Institut des fonds d'investissement
du Canada

investorism.com

Jarislowsky Fraser Limitée

Khan, Kalim

Kyle, Robert

Lambie, James

Lewtas, Amy

MacIntosh, Jeffrey

MacLellan, Robert B.

MacPherson Leslie & Tyerman LLP

Market News Publishing Inc.

McCarthy Tétrault s.r.l.

Newman, Steve

Nexen Inc.

Nortel Networks Corporation

Nova Chemicals Corporation

Office d'investissement du régime
de pensions du Canada

Ogilvy Renault

Osler, Hoskin & Harcourt s.r.l.

Patterson Palmer Hunt & Murphy LLP

Phillips, Hager & North Investment Management Ltd.

Potash Corporation of Saskatchewan Inc.

Prairie Financial Inc.

Raymond James Limited

RBC Groupe Financier

Régime de retraite des enseignantes
et des enseignants de l'Ontario

Richardson Financial Group

Roache, J.F.

Rousseau, Marie

Saskatchewan Financial Services Commission

Schneiderman, Morris

Scotia Capitaux Inc.

Services de réglementation des marchés inc.

Small Investor Protection Association

Société de Placements Franklin Templeton

Société financière Manuvie

Steinhoff, Carolann

Stewart, William

Strike Minerals Inc.

Suncor Energy Inc.

Sutton Financial Group

The Toronto Board of Trade

Totah, Selim

TransAlta Corporation

TransCanada Corporation

TWC Group of Companies Inc.

Urquhart, Diane A.

Waitzer, Edward

Winnipeg Commodity Exchange

Wisenthal, William

Wolchock, B.

Wong, Mi Ling

Yorkton Securities Inc.

Young, David